

S E R I E

OFICINA
DE LA CEPAL
EN
BUENOS AIRES

estudios y perspectivas

26

Financiamiento para pequeñas y medianas empresas (pyme). El caso de Alemania. Enseñanzas para Argentina

Rubén Ascúa



Oficina de la CEPAL en Buenos Aires

Buenos Aires, agosto del 2005

Este documento fue preparado por Rubén Ascúa, consultor de la Oficina de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en Buenos Aires, Presidente de la Asociación Red pymes e Integrante del Centro de Estudios perteneciente a A&M Ciencias Económicas de Rafaela. Resulta imprescindible reconocer la disposición y la voluntad para acompañar este trabajo de investigación de Walter Ruda, Thomas Martin, Markus Pfeffer, Marc Piazzollo (Decano) y del resto de los integrantes del departamento de economía de la Facultad en Zweibrücken, Universidad de Kaiserslautern (Alemania). También es necesario agradecer el invaluable apoyo de Bernardo Kosacoff y de Francisco Gatto, quienes desde la Oficina de la CEPAL en Buenos Aires impulsaron la iniciativa y se comprometieron con este trabajo. Valga además el agradecimiento a Griselda Patitucci, Juliana Modenutti y Rosana Torres, quienes en la Facultad Regional Rafaela de la Universidad Tecnológica Nacional cubrieron las ausencias del autor originadas por esta investigación. Finalmente, resta agradecer a Adriana Carella, Yanina Coria y Romina Audagna, colaboradoras vitales de este estudio en su compilación y orden final.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN impreso 1680-8797

ISSN electrónico 1684-0356

ISBN: 92-1- 322686-1

LC/L. LC/L.2300-P

LC/BUE/L.195

N° de venta: S.05.II.G.48

Copyright © Naciones Unidas, agosto del 2005. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N. Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

Índice

Resumen	5
1. Introducción	7
2. Significado de pyme en Alemania	15
3. Financiamiento de las pyme en Alemania	19
3.1 Sistema de garantías	23
3.2 Mercado de capitales	26
3.3 <i>Neuer Markt</i>	27
3.4 <i>Venture Capital</i>	29
3.5 Tipos de <i>Venture Capital</i>	32
3.6 <i>Venture Capital</i> en Alemania	32
4. Desafíos en el proceso de financiamiento de las pyme en Alemania: Basilea II	41
5. Nuevos instrumentos financieros para las pyme en Alemania	49
6. Basilea II en América Latina y en el sistema financiero argentino	57
7. Enseñanzas para el caso argentino	63
Bibliografía	69
Anexos	73
Anexo I: Glosario y abreviaturas	75
Anexo II: Pilares de Basilea II	78
Serie Estudios y perspectivas: números publicados	79

Índice de cuadros

Cuadro 1 Definición de pyme según IfM Bonn	15
Cuadro 2 Definición de pyme según la UE	15

Cuadro 3	Definición de pyme según la UE a partir de 2005	16
Cuadro 4	Espectro pyme en Alemania.....	17
Cuadro 5	Distribución de empresas según tamaño	18
Cuadro 6	Nuevos fondos captados en 2003 –sociedades de participación en capital– clasificación según origen	36
Cuadro 7	Nuevos fondos captados en 2003 –sociedades de participación en capital– clasificación según fuente	36
Cuadro 8	Inversión bruta en año 2003 –sociedades de participación en capital– clasificación según fase de desarrollo	38
Cuadro 9	Portafolio de inversiones año 2003 –según tamaño de nuevas empresas receptoras– sociedades de participación en capital	38
Cuadro 10	Esquema de intereses	52
Cuadro 11	Situación de intereses según forma de financiamiento	53
Cuadro 12	Componentes de Mezzanine Kapital	54
Cuadro 13	Los tres pilares de Basilea II	78

Índice de gráficos

Gráfico 1	Crédito a micro, pequeña y mediana empresa (mipyme). Alemania	21
Gráfico 2	Evolución del crédito a las mipyme. Alemania.....	21
Gráfico 3	Volumen de garantías para préstamos, año 2003	24
Gráfico 4	Evolución de volumen de fondos –sociedades de participación en capital–	35
Gráfico 5	Volumen de inversión 2003 –sociedades de participación en capital–	37
Gráfico 6	Inversión 2003 según fase de desarrollo (Nº de empresas) –sociedades de participación en capital–.....	38
Gráfico 7	Nuevos fondos de inversión año 2003 –sociedades de participación en capital–	39
Gráfico 8	Importancia actual y futura de diferentes instrumentos financieros.....	45
Gráfico 9	Dificultades por Basilea II.....	46
Gráfico 10	Influencia de Basilea II sobre el financiamiento empresario	47
Gráfico 11	Efectos esperados del rating según Basilea II	47
Gráfico 12	Argentina: deuda bancaria por tramo (junio, 2004). Cantidad de empresas por tramo	64
Gráfico 13	Argentina: tramos porcentuales, montos de deuda bancaria (junio, 2004)	65

Índice de figuras

Figura 1	Proceso de ingreso a la bolsa de Frankfurt	27
Figura 2	Ciclo de <i>Venture Capital</i>	33
Figura 3	Puntos centrales del futuro financiamiento pyme	45
Figura 4	Relación riesgo/retorno bajo diferentes formas de financiamiento.....	50
Figura 5	Sendero de los instrumentos híbridos en la relación riesgo/retorno.....	51
Figura 6	Mezzanine Kapital	52
Figura 7	Instrumentos de capital propio, Mezzanine Kapital, instrumentos de capital de terceros.....	53
Figura 8	Definición y límites de Mezzanine Kapital.....	56

Índice de recuadros

Recuadro 1	Cronología BIS Basilea II	42
Recuadro 2	¿Qué es el <i>rating</i> ?	58
Recuadro 3	Restricciones en el acceso al financiamiento de las pyme	64

Resumen

Este documento aborda la problemática del financiamiento de las Pequeñas y Medianas Empresas (pyme)¹ tomando como referencia el caso de Alemania y tratando de captar ciertas lecciones para la Argentina.

Las pyme en Alemania también deben enfrentar dificultades en el acceso al financiamiento, aunque existe una serie de instrumentos financieros tradicionales que se han desarrollado con eficiencia como la banca estatal de fomento; los sistemas de garantía mutua y el acceso al sistema financiero. Sin embargo, el acceso de las pyme al financiamiento bancario es amenazado por la aplicación de Basilea II que implicará para las pyme someterse a calificación de riesgo (rating) al momento de solicitar un préstamo. Si bien, en la Argentina la aplicación de Basilea II aparece como algo relativamente lejano, sería importante que desde el ámbito de la política pública se vaya generando difusión sobre sus consecuencias para las pyme.

Por otra parte, diversas causas indican la creciente participación del capital propio en el financiamiento de los negocios (por ejemplo, la concreción de ideas innovadoras) lo que intensifica la necesidad e importancia de instrumentos específicos para las pyme. Así la posibilidad de acceder a financiamiento a través del mercado de capitales se concretó a través de la apertura del *Neuer Markt* (Nuevo Mercado, Bolsa de Frankfurt) en marzo de 1997, cuya posterior evolución y transformación resulta aleccionadora para Argentina.

¹ La abreviatura alemana de pyme es KMU, o el término más tradicional *Mittelstand*.

A su vez, resulta aleccionador para las pyme argentinas, la emergencia en Alemania de los instrumentos híbridos, que se han difundido con la denominación de Mezzanine Kapital, con el objetivo de cubrir el espectro intermedio entre capital propio y deuda. Este instrumento se asimila a capital propio elevando las posibilidades de acceso al mercado de deuda a la vez, que para los inversores en este fondo significa obtener rendimientos más elevados, eficientizándose así el canal ahorro-inversión sin discriminar a las pyme.

1. Introducción

Este trabajo surge como consecuencia del programa de investigación desarrollado conjuntamente con la Facultad de Ciencias Económicas de Zweibrücken dependiente de la Universidad de Ciencias Aplicadas de Kaiserslautern, Alemania.

El citado programa contó con el apoyo financiero e institucional de la Agencia Alemana de Intercambio Académico (DAAD),² de la Universidad de Kaiserslautern y de la Oficina de la CEPAL en Buenos Aires.

Bajo el lema “Problemas financieros y nuevos instrumentos financieros para pyme. Una comparación entre Alemania y Argentina. Enseñanzas para Argentina” se desarrolló entre enero y diciembre del año 2004, participando como contraparte de investigación el Prof. Dr. Walter Ruda (Alemania).

Se partió de la premisa de que la economía argentina, luego de la severa crisis macroeconómica que se desencadenó a fines del año 2001, se encontraba frente a un verdadero desafío de reconstrucción en el cual el resurgimiento de empresas es requerido como componente clave de una estrategia de desarrollo que potencie las competencias y recursos del país. Por su parte, la economía alemana muestra evidentes signos de imposibilidad de atemperar el ciclo económico de recesión-reactivación a la vez que hay creciente interés sobre el rol de los nuevos empresarios y de las pequeñas empresas en la dinámica competitiva de la nación.

² *Deutscher Akademischer Austauschdienst.*

Dentro de este contexto, el tema del financiamiento es un área de particular interés bajo el contexto de crisis del sistema financiero argentino y de ruptura de los canales de comunicación con el mercado financiero internacional. A su vez, las pequeñas empresas alemanas si bien cuentan con un portafolio más amplio de instrumentos financieros, también deben enfrentar restricciones en el acceso al crédito.

La sección 2 está dedicada a la explicitación del significado de las pyme en Alemania, cuya definición más difundida es la determinada por el Instituto para la Investigación sobre las pyme (IfM Bonn –*Institut für Mittelstandsforschung Bonn*–), que incorpora sólo factores cuantitativos como empleo y ventas. A partir del año 2005 entra en vigencia una definición más compleja establecida directamente por la UE.

Es elevada la importancia que tiene el sector de las pyme en Alemania, por lo que subyace en este país un concepto mucho más complejo para el término “pyme” que la mera utilización cuantitativa de los parámetros de definición usuales en cualquier economía para el espectro pyme. Es esencial para la sociedad alemana la concepción amplia del término pyme, considerado como empresa independiente (Hauser, 2000). En Alemania existe una fuerte vinculación entre la conducta de la pyme y la de sus propietarios, lo que termina influyendo en su comportamiento en el mercado y determina la importancia socio-política de las pyme alemanas (Hauser, 2000; Günterberg y Kayser, 2004).

En Alemania más del 99% de todas las empresas se hallan ubicadas en el rango que comprende a las pyme. De acuerdo con datos del IfM Bonn las pyme alemanas aportan casi el 50% del Valor Agregado (VA) bruto del país pero lo que es más importante es que dan cuenta del 70% del total del empleo.

En la sección 3 se describe el sistema de financiamiento prevaleciente en Alemania para las pyme, destacándose la presencia del capital propio y el financiamiento bancario como fuentes principales. Al igual que en el resto del mundo, las pyme alemanas identifican la falta de acceso al crédito como uno de los obstáculos más importante que deben enfrentar para el desarrollo de sus negocios (IfM Bonn, 2002). Esta situación combinada con la importancia del sector en la economía de Alemania justifican la existencia de programas gubernamentales de apoyo al desarrollo de las pyme.

En general la política de apoyo financiero a las pyme en Alemania se concentra en fomentar el proceso de inversiones, dejando al sector bancario privado y cooperativo el financiamiento de corto plazo.

Es así que se registra una fuerte relación en el financiamiento de las pyme con bancos cooperativos y cajas de crédito. Sólo en las últimas décadas los grandes bancos “descubrieron” en Alemania a las pyme como potenciales clientes (Albach, 1995).

El esquema financiero preferido por los empresarios pyme en Alemania, al igual que por ejemplo en Argentina, se ubica en el campo de la “deuda”, en el cual los interlocutores válidos son bancos, proveedores y prestamistas no formales (Ruda, 1997; Ascúa, 2001).

Esta característica de acceso al mercado de deuda bancaria por parte de las pyme ante la próxima puesta en vigencia del Nuevo Acuerdo Basilea II ha generado en Alemania una fuerte preocupación. La eventual restricción en el acceso al mercado de deuda y los requerimientos crecientes de capital propio deberían impulsar la utilización de otros instrumentos financieros.

Contrariamente a las firmas grandes, las pyme enfrentan reducidas posibilidades de concretar sus iniciativas por falta de alternativas de financiamiento (Winkelmann, 1982). El mercado de *equity* provisto por Fondos de Capital de Riesgo (VC, tomado del término en inglés *Venture Capital*) está restringido a las empresas más grandes entre las medianas y está virtualmente ausente en los emprendimientos de alta tecnología y en el *start-up* de nuevos negocios.

También, en la sección 3 se analiza el sistema de garantías, ya que esta cuestión aparece generalmente adherida a las dificultades que deben enfrentar las pyme para el acceso al crédito, en especial el financiamiento bancario de largo plazo.

En Alemania, el sistema de cobertura de riesgo por el financiamiento a las pyme se ha institucionalizado a través del sistema de garantías de carácter mutuo (Kokalj, Paffenholz y Moog, 2003). Este sistema es de carácter privado pero se lo califica como mutual ya que la sociedad otorgante del aval incluye a las pyme bajo una filosofía de ayuda mutua y participación.

Este sistema viene actuando desde mediados de los años cincuenta cuando se institucionalizaron las Sociedades de Garantía (KGG).³ Los socios de estas sociedades no son directamente las pyme sino que su representación es indirecta a través de cámaras empresariales.

El número de pyme apoyadas por las KGG ascendió en el año 2003 a 5.300 firmas, nivel similar al registrado en años anteriores (Verband der Bürgschaftsbanken, 2004). El 92% de los avales otorgados se destinaron a préstamos bancarios tradicionales y el 8% restante se destinó a financiamiento originado en empresas de participación de capital, segmento que paulatinamente va creciendo en importancia (+14% con relación al año 2002).

La necesidad de dotar de mayor seguridad al proceso de otorgamiento de préstamos a partir de la entrada en vigor de las reglas Basilea II, intensificarán la actividad de las entidades de afianzamiento de préstamos “pyme” (Kokalj, Paffenholz y Moog, 2003).

De un total de más de 3.000.000 de empresas en Alemania (IfM Bonn, 2003) sólo alrededor de 3.200 adquieren la figura jurídica de sociedad por acciones y de ellas sólo un 20% es cotizante en el mercado de capitales (Ruda, 2003). Se presentan obstáculos de diversa índole que explican tan bajo desarrollo en el mercado de capitales (por ejemplo, barreras burocráticas al ingreso, mantener el control, evitar promoción no deseada, costos de ingreso, etc. (Albach, 1995)). El acceso a ciertos mercado como el euromarket o el mercado doméstico alemán de bonos está restringido a un volumen mínimo (Ruda, 1997).

En cuanto al mercado de capitales en Alemania, la apertura del *Neuer Markt* en marzo de 1997 como el segmento de bolsa especializado en las pyme y en rápido crecimiento, abrió un sendero de fuertes expectativas positivas. La apertura del *Neuer Markt* posibilitó que un importante número de pyme accedieran al financiamiento por la vía del mercado de capitales. Para inicios del año 2002 alrededor de 325 pyme cotizaban sus acciones en el *Neuer Markt* habiéndose producido un importante número de Oferta Pública Inicial (IPO, del término en inglés *Initial Public Offering*) en los años 1999 y 2000 (Ruda, 2003).

A partir del año 2001 se produjo una caída importante en la cantidad de IPO como resultado de la mayor desconfianza en el mercado y la sobrevaluación de las acciones. Durante el año 2002 el mercado de capitales y en particular el *Neuer Markt* sufrió una caída muy importante en el valor de los “papeles” en cotización (en dos años se perdió alrededor del 75% de la capitalización bursátil) lo que obligó a la Bolsa de Frankfurt a integrar el *Neuer Markt* en el *Prime Standard: TecDax 30* en reemplazo del NEMAX 50 y el Technology All Share (TecAllShare) en lugar del NEMAX Allshare (Ruda, 2004a).

El perjuicio económico ocasionado por la falsificación de balances en grandes compañías como Enron, Worldcom o Kinowelt introdujo un efecto muy perjudicial en el mercado de capitales: la pérdida total de confianza de los inversores.

Otro mecanismo presente en Alemania, es el financiamiento a través de VC. Sobre esta temática del financiamiento con “capital propio”, desde los años noventa en Alemania se desarrolló un intenso campo de actividades de VC a través de la figura jurídica específica sobre sociedades de

³ Kreditgarantiegemeinschaften.

participación en capital (KBG).⁴ Estas compañías se transformaron rápidamente en el puente entre las necesidades de capital de las pyme y el potencial inversor de un grupo importantes de aportantes. Estas KBG constituyen *pools* de capital, habiéndose especializado en operar con pyme (Ruda, 1997, Loos, 1996).

Las empresas VC pueden ser descriptas como *pools* de capital para inversión, el cual es transferido, por un período limitado de tiempo a las pyme, en especial nuevas, las cuales se hallan en una etapa de bajo nivel de actividad pero que muestran una alta potencialidad de crecimiento.

Así, los prerequisites para que el mercado de VC pueda desarrollarse pueden sintetizarse:

- a. La existencia de un número suficiente de empresas jóvenes e innovadoras;
- b. Un mercado de capitales dinámico que permita la salida de los VC de las firmas en las que han invertido. (Ruda, 2002b; Ruda y Martin, 2000).

Desde 1996 alrededor de 11.000 pyme han recibido aportes de capital desde el mercado de *Private Equity*. Por su parte, alrededor de 5.800 pyme se encuentran en los portafolios de inversión de las empresas de participación de capital (Paffenholz, 2002). Si bien el mercado de VC en su concepto amplio se ha venido desarrollando positivamente en la última década, todavía constituye una alternativa lejana en la percepción de los empresarios de las pyme (IfM Bonn, 2004).

En la sección 4 se abordan los desafíos que actualmente se presentan en el proceso de financiamiento de las pyme en Alemania. Básicamente el análisis se concentra en el Nuevo Acuerdo sobre Capitales Mínimos y Medición de Riesgo establecido por el Comité de Basilea (Banco de Pagos Internacionales (BIS)),⁵ comúnmente conocido como Basilea II, el cual se espera que entre en vigencia en el año 2007.

Este nuevo enfoque propuesto por el BIS se basa en los siguientes tres pilares:

- Requerimientos mínimos de capital;
- Proceso de supervisión bancaria sobre el nivel necesario de capital y;
- Disciplina de mercado (difusión pública).

Las actuales normas de Basilea I vigente desde 1988 se basan en la determinación de un coeficiente de capital que surge de considerar la cantidad de capital con que cuenta el banco (numerador) y la medición del riesgo en que incurre el banco definido por los activos ponderados por su nivel de riesgo (denominador). En el Nuevo Acuerdo la definición de capital no varía y el objetivo es que tampoco lo haga el porcentaje del capital mínimo a mantener ya que permanece en el 8% del total de activos. En cambio, se modifica el denominador ya que los activos son ponderados por su riesgo, cambiando la metodología de medición. El objetivo es mejorar las evaluaciones que efectúen los bancos sobre los riesgos, de forma tal que los coeficientes de capital sean más representativos del perfil de riesgo de cada entidad (mayor sensibilidad al riesgo).

El Acuerdo vigente cubre dos tipos de riesgos: el de crédito y el de mercado. El Nuevo Acuerdo además de modificar la metodología de medición de ambos riesgos, incorpora el tratamiento explícito del llamado riesgo operativo.

Para el cálculo del *Internal Rating Based* (IRB)⁶ se deben utilizar cuatro insumos cuantitativos: probabilidad de incumplimiento (PD), pérdida en caso de incumplimiento (LGD), exposición al riesgo del crédito (EAD) y vencimiento/plazo (M). Dado el valor de cada uno de esos factores, la función de ponderación por riesgo, genera un requerimiento de capital específico para cada operación de préstamo. En el caso particular de las pyme deudoras el Nuevo Acuerdo prevé un

⁴ *KapitalBeteiligungsGesellschaft*.

⁵ *Bank for International Settlements*.

⁶ www.bis.org/BaselCommitteePublications/.

factor de ajuste en la fórmula de ponderación por riesgo frente al resto de las empresas evaluadas por el método IRB.

En Alemania existe una gran preocupación sobre la implementación de las normas de Basilea II ya que se partió del supuesto que los bancos podrían considerar a las pyme menos atractivas como prestatarios (IfM Bonn, 2003). Así, en Europa y en especial en Alemania, desde principios de la presente década se ha desarrollado una fuerte campaña de comunicación y preparación en el mercado, en especial el compuesto por pyme.

Las implicancias de Basilea II para las pyme se pueden sintetizar de esta manera:

- i. Disposición para la transmisión de información, como prerequisite al acceso de aceptables condiciones crediticias para lo cual será necesaria una activa, abierta y oportuna comunicación financiera con los organismos de financiamiento.
- ii. Organización de actividades de auditoria y control. Sin embargo, en la mayoría de los casos de las pyme, los sistemas, instrumentos y la estructura organizativa para la presentación de la información necesaria, debe ser todavía adaptada (es una asignatura pendiente).
- iii. Elaboración de una estrategia empresarial, aunque el planeamiento estratégico pueda ser extraño para las pyme. Debe ser establecido para que pueda ser transmitida al exterior de la firma.

De las distintas alternativas con que cuentan las pyme para su financiamiento, en la actualidad el auto-financiamiento y los préstamos bancarios constituyen las fuentes más significativas para las firmas alemanas. Tal consideración no cambia sustancialmente para el análisis del sistema de financiamiento futuro, destacándose un leve crecimiento de los instrumentos como el leasing y los préstamos de fomento estatal. La incorporación de un socio, el factoring y el Mezzanine Kapital constituyen para estas pyme, actualmente y en el futuro cercano, instrumentos de segunda importancia (Kayser y Wallau, 2003).

La sección 5 está dedicada a analizar nuevos instrumentos financieros para las pyme en Alemania. Los instrumentos híbridos se han transformado en una alternativa de creciente importancia en el campo de las finanzas. En Alemania en los últimos años se ha desarrollado el instrumento denominado Mezzanine Kapital con el objetivo de cubrir el espectro intermedio (híbrido) entre capital propio y deuda (Walther, 2003; Nathusius, 2000).

La emergencia de este tipo de instrumentos híbridos tuvo origen en los años setenta en Estados Unidos y Gran Bretaña como herramientas colaterales del negocio de los bancos (operaciones con alto rendimiento pero de elevado riesgo). En los años ochenta los instrumentos híbridos se transformaron en el vehículo ideal para concretar operaciones de *Management Buy-Outs* (MBO) a la vez que se convirtieron en una alternativa para inversores que buscan altos rendimientos. En Alemania los instrumentos híbridos han tenido un importante desarrollo convirtiéndose en la actualidad en el tercer mercado en importancia a nivel mundial (Walther, 2003).

Mezzanine Kapital se asimila a capital propio para las entidades financieras y por lo tanto acrecienta las posibilidades de acceso al mercado de deuda sin necesidad para las pyme de ingresar directamente al mercado de capitales. Por otra parte, los aportantes al fondo Mezzanine Kapital este instrumento significa rendimientos más elevados. De este modo se eficientiza el canal ahorro-inversión reduciéndose el efecto negativo de las deseconomías de escala en operaciones financieras para las pyme.

Este sistema conocido tanto en Europa como en Estados Unidos aporta una ayuda a la relación riesgo-rendimiento. Mezzanine Kapital se ubica entre el préstamo (bancario) y el capital propio. Entre los tipos de Mezzanine Kapital se destacan (Betsch y Groh, 2000):

- *Equity Mezzanine* (capital).
- Deuda Mezzanine.

En el futuro y a causa de las normas conocidas como Basilea II los instrumentos financieros híbridos adquirirán especial importancia para las pyme. La restricción en el acceso al mercado de deuda y los requerimientos crecientes de capital propio impulsarán la utilización de este tipo de instrumentos.

En la sección 6 se hace una breve mención a los efectos en América Latina y en el sistema financiero argentino del nuevo régimen establecido por el Comité de Basilea. A priori surge que aplicar el Acuerdo de Basilea II en América Latina aumentaría los costos de las entidades que operan en la región y una mayor concentración del sistema en pocas entidades. A su vez y si bien regiría desde 2007, es probable que en el futuro disminuya el flujo financiero externo hacia las economías emergentes ya que estas regulaciones basada en la medición del riesgo implícito de las colocaciones activas impactan sobre los requisitos de capital de las entidades.

La metodología IRB proporciona un incentivo para que los bancos internacionales mantengan un portafolio de préstamos de bajo riesgo y reduzcan su presencia en materia crediticia en los países menos desarrollados.

Una preocupación específica es la relativa al financiamiento de proyectos en los países en vías de desarrollo. Las propuestas de Basilea II asumen que el financiamiento de proyectos implícitamente es más riesgoso que efectuar préstamos corporativos, empresas públicas, entre otros. Esto implicaría entonces un mayor requerimiento de capital mínimo para ingresar en esa franja de préstamos. Indudablemente que esta regulación es problemática para los países en desarrollo, que requieren crecientes inversiones privadas en producción e infraestructura.

Para un país como la Argentina, que para sostener el crecimiento económico necesitará reactivar el ingreso de capitales externos hacia el país, resulta esencial la evaluación de riesgo que realicen los bancos internacionales a la hora de prestar, ya sea a sus filiales locales, a los bancos y empresas nacionales y, mucho más aun, al Estado.

A su vez, la crisis financiera argentina que estalló a fines del 2001, debido a su magnitud provocó la salida violenta del cumplimiento de las normas técnicas emanadas de Basilea I. Gradualmente el sistema financiero argentino está restaurándose y según el Banco Central de la República Argentina (BCRA) continuará avanzando hacia Basilea II, aunque a un paso más lento que el internacional. En tal sentido se prevé su aplicación plena en Argentina para el año 2010, aunque se espera que desde el BCRA se vayan adoptando medidas graduales en pos de alcanzar tal objetivo (Figueroa y otros, 2003).

En esta sección se resaltan tres cuestiones relativas al Nuevo Acuerdo y los sistemas financieros en Latinoamérica que por su relevancia merecen ser destacadas:

- El Nuevo Acuerdo podría acentuar el carácter procíclico del comportamiento del sistema financiero.
- El Nuevo Acuerdo estaría concediendo un rol dominante a la acción de las empresas calificadoras de riesgo.
- El Nuevo Acuerdo penalizaría a las pyme.

Por último, en la sección 7 se incluyen algunas enseñanzas que del caso alemán surgirían para Argentina. Luego de la crisis del año 2002 y pese al protagonismo que supuestamente debía asumir el crédito a las pyme, en especial hacia las exportadoras, en el proceso de recuperación de los préstamos desde fines del año 2003, las pyme siguen sufriendo las mismas restricciones en el acceso al financiamiento vigentes en la etapa previa a la crisis.

La percepción de existencia de demanda de financiamiento lo da la importante cantidad de solicitudes que en los años 2003 y 2004 tanto las autoridades nacionales como los bancos han recibido para canalizar líneas como “crédito italiano”, el fondo de apoyo financiero y fomento a la micro, pequeña y mediana empresa (fopyme), subsidio de tasas, entre otras. Sin embargo, la participación en el total de préstamos de los destinados a las pyme se mantiene en niveles históricamente bajos: apenas explican un 6% del total de operaciones de préstamos vigentes de un volumen agregado tres veces menor al *stock* de préstamos al 31 de diciembre de 2000.

A su vez, en Alemania también las pyme deben enfrentar dificultades en el acceso al financiamiento, aunque existen una serie de instrumentos financieros tradicionales que se han desarrollado con eficiencia:

- Banca estatal de fomento.
- Sistemas de garantía mutua.
- Acceso al sistema financiero especialmente vía bancos cooperativos y cajas de crédito.

Por otra parte, también se ha señalado que luego de un inicio muy prometedor en la segunda mitad de la década pasada, el mercado de capitales para las pyme ha registrado una caída fenomenal con la desaparición del denominado *Neuer Markt*.

A su vez, en los últimos años la señalada característica de acceso de las pyme al financiamiento bancario está siendo amenazada por la puesta en vigencia del Nuevo Acuerdo de Basilea II, lo que ha movilizado a los bancos, instituciones de apoyo a las pyme, centros de investigación, etc. y obviamente a las propias firmas a profundizar el conocimiento de este Nuevo Acuerdo y sus implicancias.

Si bien en Argentina la aplicación de Basilea II aparece como algo relativamente lejano, sería importante que desde el ámbito de la política pública se vaya generando difusión sobre sus consecuencias para las pyme.

En tal sentido, emerge como necesario el análisis de medidas conducentes a una mayor generalización de la acción de las empresas calificadoras de riesgo, las cuales tendrán un papel de creciente relevancia al momento de otorgar ratings de riesgo a las operaciones de financiamiento que otorguen los bancos.

A su vez, también resulta claro que tanto para el régimen de cotización pública y acceso al mercado de capitales como para el futuro devenir del accionar bancario bajo Basilea II, las pyme necesitarán contar rating de calificación de riesgo. Entonces, surge el interrogante acerca de las chances que tendrán las pyme de acceder a esa calificación de riesgo por parte de firmas que hasta el presente se han especializado en riesgos soberanos y grandes corporaciones.

También resulta aleccionador para el caso de las pyme argentinas, la emergencia en Alemania de:

- Empresas de VC y/o de participaciones de capital y;
- los instrumentos híbridos, que en Alemania se han difundido con la denominación de Mezzanine Kapital, con el objetivo de cubrir el espectro intermedio (híbrido) entre capital propio y deuda.

2. Significado de pyme en Alemania

Si bien el código comercial⁷ de la República Federal de Alemania incluye una expresa definición de pyme, a nivel académico la guía general la establece el IfM Bonn.

Cuadro 1
DEFINICIÓN DE PYME SEGÚN IFM BONN

Tamaño	N° de ocupados	Ventas € / Año
Pequeña	Hasta 9	Hasta 1 millón
Mediana	10 hasta 499	1 hasta 50 millones
Grande	500 y más	50 millones y más

Fuente: IfM Bonn, 2002.

La UE por su parte, recomienda una definición de pyme que parcialmente difiere de la antes citada clasificación alemana, en especial en el número de empleados.

Cuadro 2
DEFINICIÓN DE PYME SEGÚN LA UE

Tamaño	N° de ocupados	Ventas € / Año
Pequeña	Hasta 49	Hasta 9 millones
Mediana	50 hasta 249	9 hasta 50 millones
Grande	250 y más	50 millones y más

Fuente: IfM Bonn, 2004.

⁷ HGB 267 *Umschreibung der Größenklassen*.

Recientemente la UE ha incorporado a la definición de pyme elementos concernientes al balance anual total y el grado de asociación (es decir el grado de independencia de la pyme de un grupo empresario).

En la práctica se espera en Alemania que paulatinamente la definición establecida por la UE reemplace a las tradicionales definiciones, al menos en el diseño e implementación de programas de apoyo público. Así la UE ha establecido una nueva definición la cual entrará en vigencia a partir del año 2005, que se presenta en el cuadro siguiente:

Cuadro 3
DEFINICIÓN DE PYME SEGÚN LA UE A PARTIR DE 2005

Tamaño	Nº de ocupados	Ventas €/Año	Balance Total €/Año
Micro	Hasta 9	Hasta 2 millones	Hasta 2 millones
Pequeña	10 hasta 49	2 hasta 10 millones	2 hasta 10 millones
Mediana	50 hasta 249	10 hasta 50 millones	10 hasta 43 millones
Grande	250 y más	50 millones y más	43 millones y más

Fuente: IfM Bonn, 2004.

Es elevada la importancia que tiene el sector de las pyme en Alemania, por lo que subyace en este país un concepto mucho más complejo para el término “pyme” que la mera utilización cuantitativa de los parámetros de definición usuales en cualquier economía para el espectro pyme. Es esencial para la sociedad alemana la concepción amplia del término pyme, considerado como empresa independiente (Hauser, 2000).⁸ En Alemania existe una fuerte vinculación entre la conducta de la pyme y la de sus propietarios, lo que termina influyendo en su comportamiento en el mercado y determina la importancia socio-política de las pyme alemanas (Hauser, 2000; Günterberg y Kayser, 2004).

Detrás del concepto pyme se encierran diferentes actividades económicas como industria, comercio, artesanado, servicios al igual que empresas, microemprendimientos y/o actividades individuales y de ejercicio profesional libre. Para cada una de estas ramas se tiene una particularidad económica, por ejemplo su capital invertido, mano de obra ocupada, participación en el mercado, tecnología de producción, la relación con proveedores y clientes, etc. También está adquiriendo mayor importancia la responsabilidad y compromiso de la pyme con la economía. A través de escisiones, fusiones, compras y ventas de empresas se generan nuevas empresas con cambios significativos al integrar un grupo económico. Sobre este último aspecto la UE ha puesto especial acento en el último tiempo (Günterberg y Wolter, 2002).

De todos modos a los fines estadísticos y de investigación académica, en Alemania se adoptan criterios de definición pyme específicos y diferentes para cada objetivo y/o diseño de políticas (Kratz, 1996).

Tal como lo muestra el cuadro 4, más del 99% de todas las empresas de Alemania se hallan ubicadas en el rango que comprende a las pyme. De acuerdo con datos del IfM Bonn las pyme alemanas aportan casi el 50% del VA bruto del país. (Mittelstandsmonitor, 2004) pero lo que es más importante es que dan cuenta del 70% del total del empleo. Se considera en Alemania que al ser las pyme intensivas en mano de obra existe un natural incentivo a invertir en capital humano a partir de la necesidad de contar con recursos humanos calificados y actualizados.

⁸ Se suelen utilizar las palabras de Ludwig Erhard cuando a mediados de la década de los años cincuenta se refirió al término pyme en Alemania como un concepto que no puede restringirse a la definición cuantitativa, por ejemplo, de sus activos, de sus ventas o del número de sus empleados; ya que al valorarse la importancia de las pyme siguiendo sólo las estadísticas se conduciría en la dirección equivocada ya que dejaría de lado las convicciones básicas y las particulares actitudes de los empresarios pyme en la evolución económica y política de la sociedad.

Cuadro 4
ESPECTRO PYME EN ALEMANIA

Parámetros	Alemania
Creación y liquidaciones 2002	
- Creación de empresas	452 000
- Liquidaciones de empresas	389 000
- Saldo	+ 63 000
Stock de pyme 2002**	3 374 000
- Microempresas 2002	569 000
- Profesión liberal (1 de enero de 2003)	783 000
N° de ocupados/de aprendices en "pyme"	
- N° de ocupados 2002	20 000 000
- N° de aprendices 2002 (en fábricas)	1 300 000
Autónomos 2002 (no incluye Sector Agropecuario)	
- N° de autónomos	3 345 000
- Proporción	9,4%
Empresas en concurso de acreedores 2002	
- N° de empresas en concurso	37 579
- Proporción ***	12,8
Participación de las "pyme" en	
- N° de empresas (2003)	99,7%
- Ventas (2003)	41,2%
- Ocupación (2003)	70,2%
- Formación y aprendices (2003)	81,9%
- VA bruto **** (1999)	48,8%

Fuente: *Statistisches Bundesamt; Institut für Arbeitsmarkt und Berufsforschung; Zentralverband des Deutschen Handwerks; Bundesverband der Freien Berufe*, informado por IfM Bonn, noviembre de 2003.

Notas: ** Sólo empresas con al menos 16.617 € de impuestos anuales. *** Concursos 2002 cada 1.000 empresas según Estadística de Recaudación Impositiva (estimado). **** Esta participación en el VA está de acuerdo con datos oficiales que no son directamente comparables por el actual N° de empresas privatizadas.

Así es que las pyme alemanas dedican un especial esfuerzo a la formación y entrenamiento de recursos humanos, fenómeno que queda en evidencia al registrar el sector alrededor del 82% del total de puestos para prácticas de estudiantes (aprendices) en Alemania para el período 1999-2003⁹ (Günterberg y Kayser, 2004).

Por otra parte, resulta característico de las pyme alemanas la completa identificación entre propietarios y el *management* de las empresas. Muy pocas pyme adquieren la figura jurídica de sociedad por acciones ya que la mayoría son sociedades de responsabilidad limitada.

En Alemania para definir una empresa como pyme también se toman en cuenta factores cualitativos como por ejemplo (Hauser, 2000; Rohlfing y Funck, 2002; Günterberg y Wolter, 2002):

- La identidad del propietario y la responsabilidad personal en las actividades de la empresa;
- La identidad del propietario y su responsabilidad contractual ante el financiamiento empresarial y de *entre-intrapreneurship*;
- la responsabilidad patrimonial en el éxito y/o fracaso de la empresa;
- la relación personal entre el empresario como empleador y sus empleados y;
- Independencia o pertenencia a un grupo empresario controlante.

⁹ El ratio de entrenamiento y formación profesional definido por IfM Bonn para el agregado pyme alcanza al 7% mientras que para las grandes firmas se reduce al 5,5%. Este ratio se calcula como el cociente entre número de aprendices y el total de empleados.

En Alemania todo esta concepción crea un importante “valor social” que no puede ser adecuadamente expresado sólo en términos económicos y/o cuantitativos. Es común entonces que esta valoración de los aspectos cualitativos predomine sobre los factores cuantitativos perdiendo relevancia el tamaño y/o la participación en el mercado.

Otro factor cualitativo de importancia en la definición de pyme está determinado por la elección de la figura jurídica de la firma, la cual influye directamente en la manera de financiarse, en su potencial innovativo, en el número de bienes y/o servicios ofrecidos y en el sistema gerencial adoptado para llevar adelante el negocio (Hauser, 2000).

Ambos criterios, cualitativos y cuantitativos también evolucionan a lo largo del tiempo, tal es el caso por ejemplo del volumen de ventas que debe ajustarse por inflación; el número de empleados debe ser ponderado por el nivel tecnológico predominante en la rama económica bajo análisis, etc. Esta concepción ha servido de punto de partida para la formalización de política pública al nivel federal de gobierno, la cual fue instrumentada a través de la Ley Federal VI/1666 del 29 de diciembre de 1970 (Deutscher Bundestag, 1970).

Cuadro 5
DISTRIBUCIÓN DE EMPRESAS SEGÚN TAMAÑO

Mano de obra ocupada	Ventas por año (euros)		
	500 000 €	500 000 < 50 millones €	> 50 millones €
< = 9	84,80%		
10-499		14,80%	
> = 500			0,4%

Fuente: IfM Bonn, 2001.

Tomando la definición sintética-agregada del IfM Bonn, el cuadro 5 presenta la estructura empresarial alemana, en la que se destaca la presencia de una gran proporción de firmas pequeñas, es decir que registran una cantidad de mano de obra ocupada menor a 10 personas y un nivel de ventas menor a 500.000 euros por año.

A pesar de la importancia señalada de las pyme alemanas, hay conciencia que de todos modos ellas también están relegadas al momento de la discusión socio-política (Mittelstandsmonitor, 2004). Por ultimo resulta interesante destacar que en la actualidad existe preocupación manifiesta sobre:

- la tasa de natalidad neta de empresas, que si bien se mantiene positiva no crece (ver cuadro 4) y;
- los mecanismos de sucesión en las pyme al ser la gran mayoría firmas familiares que se constituyeron luego de la segunda guerra mundial y que hoy deben enfrentar definitivamente el cambio generacional¹⁰ (IfM Bonn, 2003; Ruda, 2004a).

¹⁰ De todos alrededor de la tercera parte de todas las empresas en Alemania registran una antigüedad menor a 10 años (IfM, 2003).

3. Financiamiento de las pyme en Alemania

En Alemania las pyme registran básicamente dos fuentes principales de financiamiento de sus actividades (IfM Bonn, 2001):

- Capital propio.
- Crédito bancario.

Sobre el particular las pyme generalmente tienen que enfrentar más dificultades para financiarse que las empresas más grandes, no siendo Alemania la excepción. Esta problemática es multidimensional y deriva no sólo de un acceso restringido al mercado de capitales (Hauser, 2000).

Si bien existen algunas contradicciones estadísticas respecto al grado de competitividad de las pyme y las grandes empresas, en general las pyme registran mejores tasas de ganancias operativas¹¹ pero las firmas grandes registran mayores resultados derivados de actividades financieras y no operativas. Esta situación atenta contra la evaluación de riesgo que realizan los financistas (Hauser, 2000).

En cuanto hace al financiamiento bancario, este ha ido adquiriendo creciente importancia en las últimas dos décadas para las pyme de Alemania (Kayser, 2003). Tan es así que el crédito bancario explica para principios del siglo XXI el 91% del total de financiamiento de terceros en las pyme alemanas (Paffenholz, 2001; IfM Bonn, 2002).

¹¹ En el caso de las pyme, se supone que existe una confluencia entre ganancia por el capital invertido y remuneración al trabajo personal de los empresarios que no queda explícita en sus balances (Hauser, 2000).

Un análisis de la estructura de diferentes formas de financiamiento bancario (deuda) demuestra que las pyme también en Alemania registran una marcada tendencia a acceder a préstamos de corto plazo (Ruda, 2004a). Especialmente la negociación de valores y los adelantos en cuenta corriente constituyen las líneas de mayor utilización por parte de las pyme. En buena medida, esta característica en Alemania se ve influenciada por la vigencia de asimetrías de información (Wossidlo, 1990).

Debido a la creciente proporción de deuda (capital de terceros) en el financiamiento de activos, la baja (o inexistente) intensidad de activos financieros¹² y las menos favorables expectativas de ganancia que muestran las pyme, contrastan con las condiciones imperantes en grandes compañías, en la visión de los grandes bancos y del mercado de capitales (Ruda, 1997).

Al igual que en el resto del mundo, las pyme alemanas identifican la falta de acceso al crédito como uno de los obstáculos más importante que deben enfrentar para el desarrollo de sus negocios (IfM Bonn, 2002). Esta situación combinada con la importancia del sector en la economía de Alemania justifica la existencia de programas gubernamentales de apoyo al desarrollo de las pyme.

Las instituciones bancarias oficiales a nivel federal en Alemania fueron tradicionalmente el Instituto de Crédito par la Reconstrucción (KfW).¹³ Desde el año 2003 la segunda institución absorbió por fusión a la primera, concentrándose sus actividades “pyme” para toda la República Federal de Alemania en dos entidades subsidiarias: KfW *Mittelstandsbank* (banco KfW para pyme)¹⁴ y KfW *Förderbank* (banco KfW de fomento).¹⁵

El grupo KfW otorgó en el año 2003, 9.000 millones de euros para la promoción financiera de las pyme en Alemania. De ese total, más de un tercio se dedicó a préstamos de riesgo. En particular KfW apoya los planes de inversión de las pyme, con especial consideración a la creación de empleo, la protección del medio ambiente y la innovación. (Handelsblatt, 2004).

En general la política de apoyo financiero a pyme en Alemania se concentra en fomentar el proceso de inversiones, dejando al sector bancario privado y cooperativo el financiamiento de corto plazo.

También se registra una fuerte relación en el financiamiento de las pyme con bancos cooperativos y entidades de ahorro. Sólo en las ultimas décadas los grandes bancos “descubrieron” en Alemania a las pyme como potenciales clientes (Albach, 1995). Las pyme de Alemania y los bancos, en especial las Cajas de Créditos y los Bancos cooperativos, han mantenido tradicionalmente una estrecha relación.

El sistema bancario cooperativo en Alemania es mundialmente conocido por su capilaridad y eficiencia operativa. Involucra a más de 2.000 instituciones con fuerte presencia local, los cuales se hallan relacionados a través de redes operativas y de acción estratégica. Normalmente logran economías de escala a través de asociaciones que concentran actividades y que coordinan las necesidades de liquidez de sus integrantes¹⁶ (Hauser, 2000; Günterberg y Wolter, 2002; Ruda 2004a; Paffenholz, 2001; Wallau, 2001).

Esta red institucional explica el elevado nivel de eficiencia de la banca cooperativa alemana en un sector ampliamente dominado por las economías de escala. También ha sido relevante la regulación que obliga a cada entidad local a ser controlada por los departamentos de auditoría de las asociaciones y/o redes que integran.

¹² La medición del riesgo financiero tiene en cuenta los activos financieros líquidos que permiten atender situaciones de emergencia que mitigan el riesgo de insolvencia de corto plazo.

¹³ *Kreditanstalt für Wiederaufbau*.

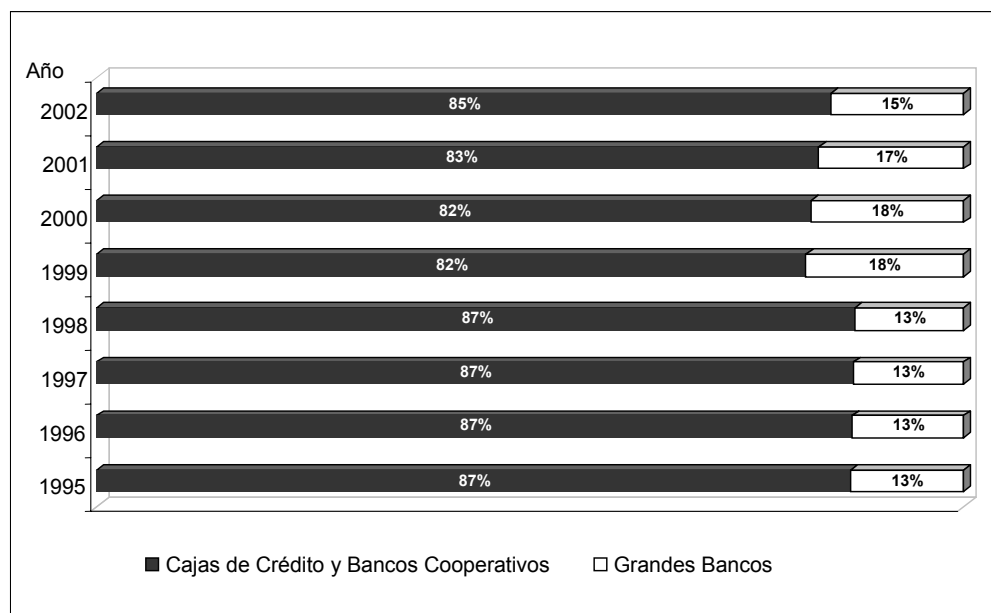
¹⁴ Destinado a financiar pyme, creación de empresas y a instrumentos híbridos de participación (www.kfw-mittelstandsbank.de).

¹⁵ Destinado a financiar infraestructura, acción social, formación de recursos humanos y cuidado de medio ambiente (Fuente: www.kfw-foerderbank.de).

¹⁶ La banca cooperativa alemana incluye a Volksbanken, Raiffeisenbank (Bancos Cooperativos) y Sparkassen (Cajas de Créditos).

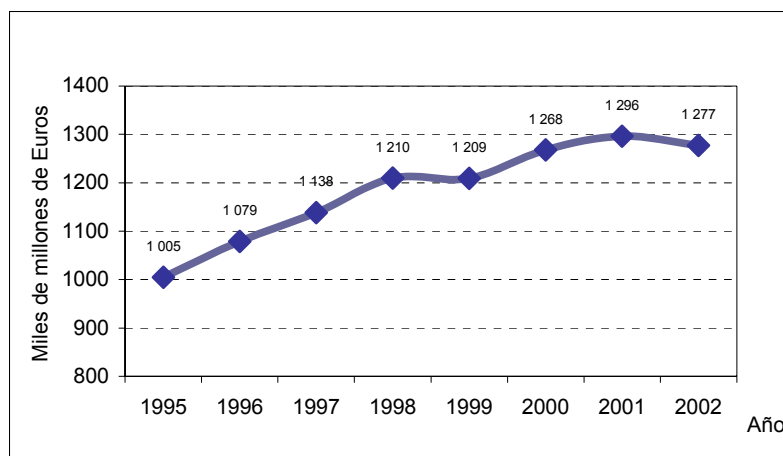
Hasta el presente ha sido predominante una relativamente baja proporción de capital propio para acceder a financiamiento. En promedio las pyme de Alemania registran una proporción de capital propio no mayor al 25% del total de activos involucrados en la actividad (Ruda, 2004a).

Gráfico 1
CRÉDITO A MICRO, PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA (MIPYME).
ALEMANIA



Fuente: IfM Bonn, 2003.

Gráfico 2
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO A LAS MIPYME.
ALEMANIA



Fuente: IfM Bonn, 2003.

Mientras que la decisión a favor de obtener financiamiento externo es en general definida por eventos excepcionales (por ejemplo, inversiones en equipamiento, oportunidades de mercado, etc.) la toma de decisiones basada en financiamiento interno se produce a menudo luego del cierre del

ejercicio económico (Ruda, 1997). La preferencia por “deuda” como fuente de financiamiento se basa en la tipología prevaleciente en los empresarios caracterizada por la preferencia a la independencia en la toma de decisiones en su negocio. A su vez, el acceso a financiamiento externo a la firma, determina la apertura de información considerada estratégica por los empresarios “pyme” a la vez que se la considera una limitación a la “libertad empresarial”.

Por lo tanto, el esquema financiero preferido por los empresarios pyme en Alemania, al igual que por ejemplo en Argentina, se ubica en el campo de la “deuda”, en el cual los interlocutores válidos son bancos, proveedores y prestamistas no formales (Ruda, 1997; Ascúa, 2001).

Esta característica de acceso al mercado de deuda bancaria por parte de las pyme alemanas ante la próxima puesta en vigencia del Nuevo Acuerdo Basilea II ha generado en Alemania una fuerte preocupación. La eventual restricción en el acceso al mercado de deuda y los requerimientos crecientes de capital propio deberían impulsar la utilización de otros instrumentos financieros.

Sobre el particular la apreciación de los empresarios pyme alemanes sobre las dificultades emergentes de Basilea II en el acceso al financiamiento se concentrarían en una mayor exigencia de seguridad (o menor riesgo) a ofrecer por parte de los tomadores de crédito y un más alto nivel de apertura de información sobre la firma (IfM Bonn, 2003; Kayser, 2003).

Las implicancias de Basilea II para las pyme en Alemania entonces se consideran en tres planos (Kayser, 2003):¹⁷

1. Disposición y ampliación de los canales de información de la empresa (intensificación de los medios de comunicación con las instituciones financieras).
2. Definición del sistema, los instrumentos y la estructura de auditoría y control.
3. Desarrollo de una clara estrategia para la empresa (planeamiento).

De un total de más de 3 millones empresas en Alemania (IfM Bonn, 2003) sólo alrededor de 3.200 adquieren la figura jurídica de sociedad por acciones y de ellas sólo un 20% es cotizante en el mercado de capitales (Ruda, 2003). Se presentan obstáculos de diversa índole que explican tan bajo desarrollo en el mercado de capitales (por ejemplo, barreras burocráticas al ingreso, mantener el control, evitar promoción no deseada, costos de ingreso, etc. (Albach, 1995)). El acceso a ciertos mercado como el *euromarket* o el mercado doméstico alemán de bonos está restringido a un volumen mínimo (Ruda, 1997).

Por lo tanto las pyme disponen de un set restringido de alternativas financieras. Tanto el tamaño como su figura jurídica impactan directamente en la posibilidad de acceder a financiamiento de terceros.

Si bien ha habido en el pasado reciente hechos como la privatización en la bolsa de la compañía Deutsche Telekom, ello no fue suficiente para trasladar el *boom* bursátil mundial de fines de la década pasada al mercado alemán. Sin embargo, un grupo de innovadoras firmas alemanas en la segunda parte de los años noventa comenzó a financiarse directamente en el mercado bursátil estadounidense de Nueva York (Ruda, 1997).

Las limitaciones financieras para las pyme dependen fundamentalmente de las condiciones del mercado, de la valuación del crédito y de la posibilidad de participación de potenciales inversores. Aunque la negociación con bancos ha garantizado un adecuado acceso al financiamiento para las pyme en Alemania, las tasas de interés correspondientes han sido siempre más altas que las vigentes para empresas grandes (Albach, 1995).

¹⁷ En la sección 4 siguiente se presenta un análisis en profundidad de las implicancias de Basilea II para las entidades financieras pero en particular para las pyme.

A su vez, el ciclo económico tiende a agravar las condiciones de acceso al financiamiento de las pyme ya que se provoca una espiral divergente entre demanda de garantías que crecen, activos con valor decreciente y percepción de riesgo en ascenso para los nuevos préstamos (Wossidlo, 1990; Ruda, 1997).

3.1 Sistema de garantías

El tema de las garantías aparece generalmente adherido a las dificultades que deben enfrentar las pyme para el acceso al crédito, en especial el financiamiento bancario de largo plazo.

En Alemania, el sistema de cobertura de riesgo por el financiamiento a las pyme se ha institucionalizado a través del sistema de garantías de carácter mutuo (Kokalj, Paffenholz y Moog, 2003). Este sistema es de carácter privado pero se lo califica como mutual ya que la sociedad otorgante del aval incluye a la pyme bajo una filosofía de ayuda mutua y participación.

Este sistema viene actuando desde mediados de los años cincuenta cuando se institucionalizaron las KGG. Los socios de estas sociedades no son directamente las pyme sino que su representación es indirecta a través de cámaras empresariales.¹⁸

La necesidad de dotar de mayor seguridad al proceso de otorgamiento de préstamos a partir de la entrada en vigor de las reglas Basilea II, intensificarán la actividad de las entidades de afianzamiento de préstamos “pyme” (Kokalj, Paffenholz y Moog, 2003).

Las empresas otorgantes de avales y/o garantías en Alemania constituyen una herramienta indirecta de la política pública, tanto a nivel federal como de los estados (*länder*) a través de compañías del derecho privado, las cuales son instituciones especiales de crédito según la ley.¹⁹ Actúan como propia herramienta de apoyo a la actividad de las pyme y de sus cámaras empresarias.

Existe una asociación de entidades de garantía (Verband der Bürgschaftsbanken, Asociación registrada (e.V.))²⁰ que nuclea a todas estas entidades que actúan en los 16 estados federados. Así se entiende que estas empresas actúan no en competencia sino en *coopetition* en cada jurisdicción estadual (Verband der Bürgschaftsbanken, 2004).

La asociación se hace cargo de los avales caídos y otorgados por sus socios, que oportunamente fueron presentados para el reafianzamiento.²¹ Sobre el particular, en todo cuanto hace a la compensación de pérdidas por morosidad (garantías de segundo piso) el sistema alemán es considerado el más simple y eficiente (Llórens, 1996). Los gobiernos federales y estaduales, como ya se señaló, asumen una proporción determinada del riesgo garantizado por la KGG.

El campo de acción de las KGG en Alemania implica garantizar financiamiento destinado a:

- Creación de empresas.
- Adquisición de empresas (fusión por absorción).
- Inversión y crecimiento.
- Capital de giro.

El número de las pyme apoyadas por los integrantes de la asociación ascendió en el año 2003 a 5.300 firmas, nivel similar al registrado en años anteriores (Verband der Bürgschaftsbanken, 2004).

¹⁸ Por ejemplo, en la KGG Bayern (Munich) sus principales asociados son Banco del Estado de Bayern, Cámara de Comercio, Sociedades de Participación de Capital, Bolsa de Comercio, Asociaciones Empresarias, etc. (ver www.kgg-handel.de/).

¹⁹ § 1 des Kreditwesengesetzes.

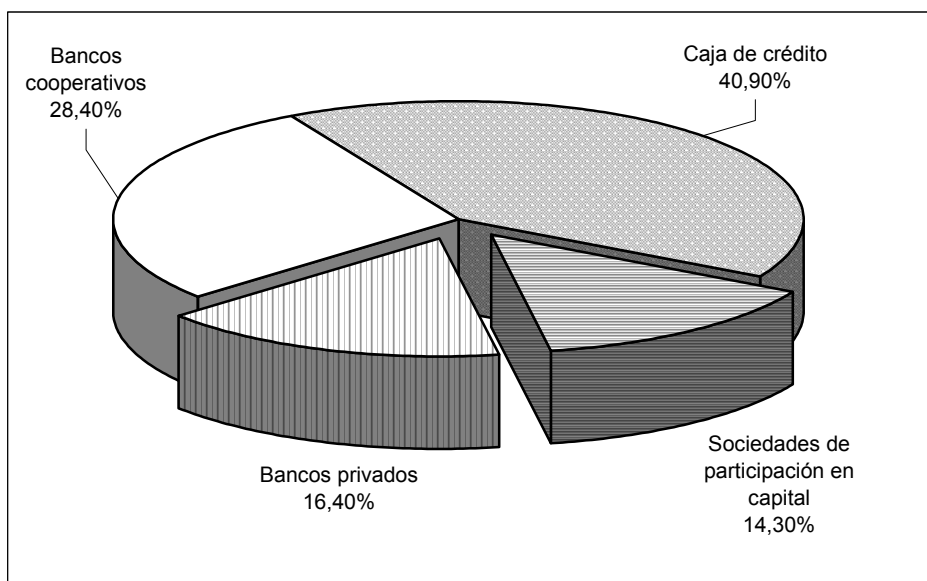
²⁰ Eingetragener Verein.

²¹ La asociación puede absorber avales caídos hasta la suma de 1 millón de euros por empresa. El Estado otorga subsidios para absorber una proporción de los avales caídos (hasta el 12,5%).

El 92% de los avales otorgados se destinaron a préstamos bancarios tradicionales y el 8% restante se destinó a financiamiento originado en empresas de participación de capital,²² segmento que paulatinamente va creciendo en importancia (+14% con relación al año 2002).

El volumen de garantías para préstamos bancarios se distribuyó así en el año 2003: Cajas de crédito²³ 40,9% (año 2002: 40,3%); bancos cooperativos²⁴ 28,4% (año 2002: 29,2%) y bancos privados 16,4% (año 2002: 18,4%).

Gráfico 3
VOLUMEN DE GARANTÍAS PARA PRÉSTAMOS, AÑO 2003



Fuente: Verband der Bürgschaftsbanken, 2004.

Las garantías destinadas a empresas de participación de capital que tomaron partes de capital en las pyme, significaron el 14,3% del total (año 2002: 12,2%). Su desarrollo desde el año 2000 hasta el año 2003 ha sido muy importante ya que el volumen de avales otorgados a este tipo de empresas creció un +47%.

En el año 2003 se experimentó un record especial con 39.700 empresas que cayeron en insolvencia, es decir 2.080 firmas más que en el año 2002. En los últimos cinco años, 155.260 firmas cerraron. Este proceso significó que algo más de 40.000 millones de euros estuvieron involucrados en cesación de pagos. Esa cifra para los últimos cinco años creció a 166.000 millones de euros (Verband der Bürgschaftsbanken, 2004).

El desarrollo potencial de los avales que otorgan las empresas de garantías²⁵ se ubican entonces en la primera línea de la oferta y de las condiciones necesarias para fomentar el acceso al crédito. La posibilidad de tener acceso a avales de este tipo entidades implicó para la pyme, hasta el presente, obtener mejores condiciones financieras en los préstamos, por ejemplo tasas de interés más bajas.

En el futuro, se aguarda que instrumentos de garantía como el *Poolung*, es decir un grupo de pyme sean avalados en función del riesgo grupal inherente al área geográfica (globalización) y/o la

²² *Beteiligungen der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften.*

²³ *Sparkassensektor.*

²⁴ *Volksbanken/Genossenschaftsbanken.*

²⁵ *Bürgschaftenbanken.*

actividad económica desarrollada, de manera de limitar el riesgo del portafolio de avales otorgados por la empresa de garantías. En realidad se busca en este tipo de empresas lograr mayor flexibilidad en el manejo del otorgamiento de avales y la utilización de los modernos sistemas de control y medición del riesgo, tanto económico y financiero a nivel microeconómico como del riesgo político (Kokalj, Paffenholz y Moog, 2003).

Adicionalmente, se han originado recientemente dos alternativas al otorgamiento de avales:

1. Avales sin la participación de bancos (Estado de Nordrhein-Westfalen).
2. Avales sin contragarantías (Estado de Bayern).

Estas alternativas han obligado a ampliar jurídicamente la comprensión de estas iniciativas a través de modificaciones legales que permitan instrumentar estas alternativas.

Además, el Ministerio Federal de Economía y Empleo, ofrece el Programa de Garantías para créditos financieros independientes (UfK, *Gewährleistungen für ungebundene Finanzkredite –UfK– Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit*), es decir garantías y/o avales para crédito financiero independiente, incluyendo tanto operaciones destinadas al interior como al exterior de Alemania.²⁶ El sistema opera como afianzamiento de segundo piso, incluyendo el otorgamiento de avales para operaciones destinadas a la creación de nuevas empresas.

Con respecto a las normas de Basilea II las empresas de garantías ya han instrumentado un propio procedimiento de determinación de rating, que partiendo de las normas generales toma en cuenta las particularidades del sector pyme con las que trabajan. En tal sentido las empresas de garantías se han preparado para poner a disposición de los otorgantes de financiamiento (en especial bancos) los resultados del rating obtenido por empresa.

Las empresas de garantías en el caso de la aplicación de las normas de Basilea II otorgan ventajas de costos en el cálculo del riesgo standard por los créditos avalados. Las garantías otorgadas por estas empresas reducen para una dada probabilidad de caída del aval el riesgo y volumen potencial de incobrabilidades a los financistas a la vez que abre un espacio para mejores tasas de interés.

También para estas nuevas reglas de Basilea II sobre la cuota de capital propio se debe tomar en cuenta el efecto de las garantías. En cuanto al nivel de seguridad, se pondera tanto por los avales directos como por las contragarantías recibidas y por los instrumentos de política gubernamental tendientes a mitigar parcialmente las insolvencias. Así, a través de las regulaciones particulares o a través del uso del llamado *partial use*, las empresas de garantías pueden alcanzar la conformidad del sistema. De esta manera, los bancos partícipes de las empresas de garantías pueden ponderar con el 20%.

Los financistas pueden organizar bajo estas normas de Basilea II un “portafolio-minorista” para las pyme. Bajo este objetivo, se incorpora un nuevo sistema de calificación de riesgo con una ponderación del 75% para lo cual la adjudicación de crédito para las pyme no sea complejizado por las nuevas normas de Basilea. En tal sentido, al Verband der Bürgschaftsbanken subsidia la introducción al manejo de “portafolio-minorista” para las pyme hasta un volumen de 1 millón de euros por empresa.

Así, en Alemania el otorgamiento de avales se considera un esquema mitigante de la problemática Basilea II para las pyme a la vez que otorga a los financistas una mayor seguridad en la línea establecida por la UE en términos generales.

²⁶ www.bmwi.de.

3.2 Mercado de capitales

Por otra parte, un menor nivel de acceso a fuentes de capital propio genera una reducción en la propensión de los empresarios a encarar inversiones que implican innovaciones y/o retorno en el largo plazo (Ruda, 1997). Esto se ve agravado por el hecho que las potenciales fuentes de financiamiento originadas en análisis bancarios desvíen la propensión de los empresarios hacia las inversiones consideradas de menor riesgo, en áreas donde supuestamente la empresa tiene mayor experiencia. Este proceso conduce también a que otros competidores puedan incursionar en el mismo ámbito de inversión lo que redundará en una mayor competencia y un menor diferencial de competitividad relativa.

Contrariamente a las firmas grandes, las pyme enfrentan reducidas posibilidades de concretar sus iniciativas por falta de alternativas de financiamiento (Winkelmann, 1982). El mercado de *equity* (capital de riesgo) provisto por VC está restringido a las empresas más grandes entre las medianas y está virtualmente ausente en los emprendimientos de alta tecnología y en el *start-up* de nuevos negocios.

La existencia de planeamiento y sistemas de información está positivamente correlacionada con el tamaño de la firma. En muchos casos, la importancia de la necesidad de capital y de planes financieros es subestimado por las pyme (paulatinamente se ingresa en el círculo de opacidad financiera (Ascúa, 2001)). Sólo en épocas de restricciones financieras el *management* de la empresa comienza a planificar financieramente. En el pasado reciente de Alemania los bancos comenzaron a ayudar a las pyme a implementar sistemas de información económica y de planeamiento financiero (Ruda, 1997).

Tanto desde el punto de vista de la negociación con bancos como con potenciales proveedores de VC, es una precondition presentar una amplia gama de información sobre la empresa y sus proyectos e iniciativas (Geiser, 1983).

Como estrategia financiera en las pyme se presenta como necesario planear a mediano y largo plazo (por ejemplo, varios años). Uno de los principales objetivos de la estrategia financiera de la firma es construir una elevada imagen financiera en el sentido de una activa política de Relaciones con Inversores (IR, del término en inglés *Investor Relations*) y de una política de relaciones con bancos. En ambos “frentes” se trata de activas relaciones con accionistas, potenciales inversores (tanto privados como institucionales), consejeros de inversión, analistas financieros y banqueros. La creación de una imagen financiera positiva aún a pesar del tamaño relativamente pequeño de las pyme puede proveer condiciones ventajosas en la negociación con bancos (Link, 1993; Ruda, 2002a; Ruda, 2003).

La decisión de una pyme de abrirse a la bolsa constituye en muchos casos una acción estratégica de fuerte impacto promocional en beneficio de la imagen financiera de la empresa. Los llamados *going public ads* con suficiente antelación, al estilo de una campaña de prelanzamiento de un film, contribuyen significativamente a la imagen financiera de la firma.

Por otra parte, el financiamiento con “capital propio” se constituye en una fuente insustituible cuando se trata de emprendimientos nuevos y/o sin trayectoria que involucren un elevado nivel de riesgo. Inversores externos no siempre están dispuestos a aceptar esas inseguridades. Asimismo, una porción de capital propio es uno de los pilares básicos para chequear la sustentabilidad de la empresa.

A pesar de estas consideraciones, el acceso de las pyme al mercado de capitales en Alemania no ha sido fluido ya que prácticamente no existe mercado secundario para los títulos-valores de este tipo de firmas. Más allá que las pyme son reticentes a abrir su información económica y financiera

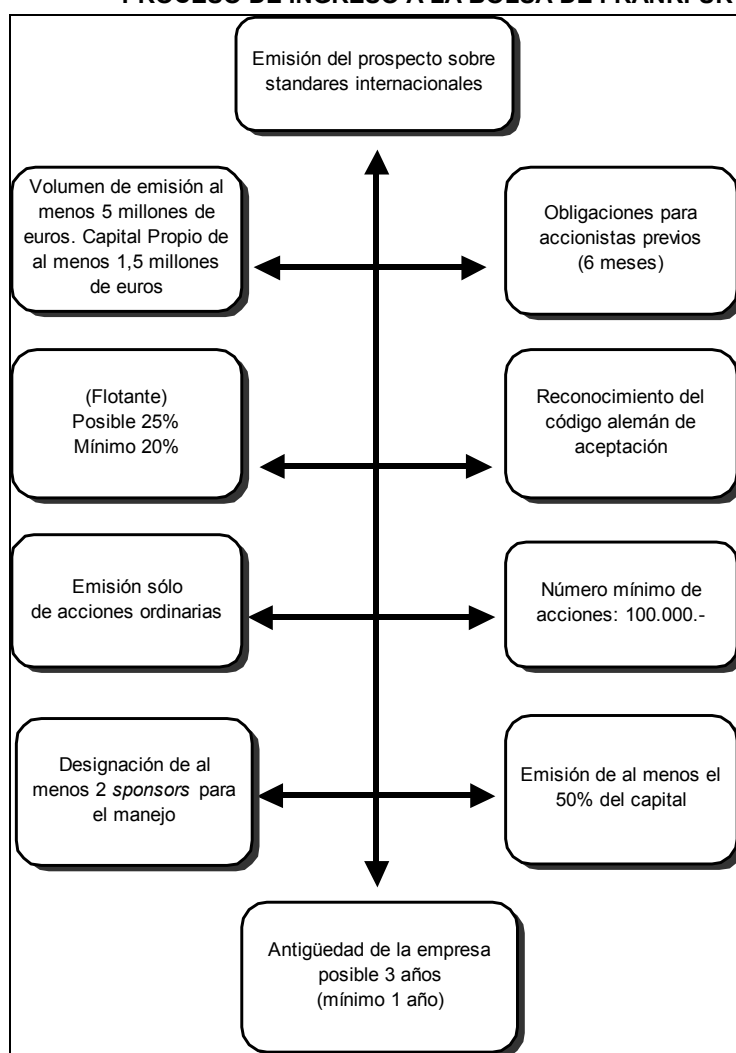
también han sido muy respetuosas de la legislación y penalidades en caso de presentación de información fraudulenta.²⁷

Esta actitud contrasta fuertemente con la experiencia verificada recientemente con grandes compañías con cotización pública de sus títulos-valores (Ruda, 2004a). Luego de la crisis de confianza sufrida en los años 2001 y 2002, la regulación en particular se hizo más estricta.

3.3 Neuer Markt

La bolsa alemana abrió el 10 de marzo de 1997 en Frankfurt el segmento de bolsa conocido como Neuer Markt para las pyme y en proceso de rápido crecimiento. Sobre esta decisión se tejieron muchas esperanzas, ya que en comparación con otros países industrializados, en Alemania se registraba un promedio más bajo de apertura de empresas a la bolsa por lo que resultaba esencial su crecimiento (Francioni y Gutschlag, 1998).

Figura 1
PROCESO DE INGRESO A LA BOLSA DE FRANKFURT



Fuente: Deutsche Börse, 1999.

²⁷ Se promulgó el 5 de enero de 1998 la Ley para el control y la transparencia empresarial (KonTraG, *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*).

Con la ayuda de una importante reforma legal sobre los aspectos concernientes a una pyme “pública”²⁸ y sobre la desregulación del mercado de capitales en Alemania se facilitó el acceso de las pyme (Plewka y Aymans, 1996).

La apertura a la bolsa generaría una mejora en el acceso al capital propio a la vez que otorgaría un espacio de capital con mejores condiciones. Los fundamentos para un manejo eficiente de las acciones a la vez que una limitación al nivel de riesgo, radican en una elevada liquidez, en un alto volumen de transacciones en el mercado y en una considerable transparencia de la empresa, las cuales orienten y hagan posible la futura cotización de las acciones.

La apertura del *Neuer Markt* posibilitó que un importante número de pyme accedieran al financiamiento por la vía del mercado de capitales. Ello a su vez permitió el incremento del potencial de acceso al mercado de deuda a largo plazo con bajas tasas de interés dada la credibilidad y transparencia generada en las empresas con cotización pública. Para inicios del año 2002 alrededor de 325 pyme cotizaban sus acciones en el *Neuer Markt* habiéndose producido un importante número de IPO en los años 1999 y 2000 (Ruda, 2003).

El grupo objetivo del *Neuer Markt* incluye puede ser descripto de la siguiente manera:

- pyme,
- crecimiento de ventas y ganancias por encima del promedio,
- *management* innovativo,
- orientado hacia el futuro (incluyendo sectores tradicionales),
- con orientación al mercado externo y;
- con activa política de IR.

De acuerdo a la definición de la Bolsa Alemana una empresa es innovativa cuando lanza nuevos productos al mercado, si usa nuevos procedimientos en aprovisionamiento, producción y/o marketing, o si se introduce en nuevos segmentos de mercado (Deutsche Börse, 2001).

A partir del año 2001 se produce una caída importante en la cantidad de IPO como resultado de la mayor desconfianza en el mercado y la sobrevaluación de las acciones. Durante el año 2002 el mercado de capitales y en particular el *Neuer Markt* sufrió una caída muy importante en el valor de los “papeles” en cotización (en dos años se perdió alrededor del 75% de la capitalización bursátil)²⁹ lo que obligó a la Bolsa de Frankfurt a integrar el *Neuer Markt* en el *Prime Standard: TecDax 30* en reemplazo del NEMAX 50 y el Technology All Share, TecAllShare en lugar del NEMAX Allshare (Ruda, 2004a).

El perjuicio económico ocasionado por la falsificación de balances en grandes compañías como Enron, Worldcom o Kinowelt introdujo un efecto adicional en el mercado de capitales aún más perjudicial: la pérdida de confianza de los inversores. Ello se ha traducido en una necesidad creciente de mayor transparencia, apertura de información y control de parte de las empresas (Ruda, 2004b).

²⁸ El término se refiere a empresa no estatal con cotización pública de sus acciones y bajo supervisión de organismos como la Comisión Nacional de Valores.

²⁹ Al 31 de diciembre de 2000, 339 compañías cotizaban en el *Neuer Markt* con una capitalización de mercado de 121.000 millones de euros. Al final del año 2001 se registraron 327 empresas cotizantes pero con una capitalización de 50.000 millones de euros.

A raíz de estos perjuicios en la confianza se hizo más necesaria la aplicación de medidas que optimicen y aseguren la calidad de la información a inversores, actividad que implica la intensificación del gerenciamiento del área de IR³⁰ y de auditoría externa (Ruda, 2003; 2004b).

En Alemania, en el pasado reciente un creciente número de empresas VC fueron fundadas con el objetivo de convertirse en “puentes” entre las necesidades de capital en el proceso de *start-up* de empresas con alto potencial y un importante número de inversores (Ruda, 2002b/2003; Schefczyk, 1999; Loos, 1996).

Las empresas VC pueden ser descriptas como *pools* de capital para inversión, el cual es transferido, por un período limitado de tiempo a las pyme, en especial nuevas, las cuales se hallan en una etapa de bajo nivel de actividad pero que muestran una alta potencialidad de crecimiento.

Así, los pre-requisitos para que el mercado de VC pueda desarrollarse pueden sintetizarse en:

- La existencia de un número suficiente de empresas jóvenes e innovadoras;
- Un mercado de capitales dinámico que permita la salida de los VC de las firmas en las que han invertido (Ruda, 2002b; Ruda y Martin, 2000).

De este modo se hizo imprescindible contar con un sólido y exitoso *Neuer Markt*, como segmento del mercado de capitales, para el funcionamiento de las compañías de VC (Bowley, 1998).

Las empresas de VC así valoran las opciones de salida para sus inversiones a través de IPO en el *Neuer Markt* ya que a través de este segmento se potencia el valor del retorno de la inversión en las pyme. El proceso de aprendizaje previo de la pyme con las empresas de VC constituye una base de madurez necesaria para la IPO (Ruda y Martin, 2000).

Por su parte, los inversores partícipes de un segmento del mercado de capitales como el *Neuer Markt* son conscientes del nivel de riesgo que asumen y en general buscan oportunidades de inversión con altas ganancias. Toman sus decisiones en base a un atractivo ratio de probabilidad de éxito/riesgo. Dentro del portafolio de aplicaciones de recursos, el mercado de capitales es el vehículo apto para la canalización de inversiones tanto de particulares como de inversores institucionales (en especial de VC y fondos de pensión).

La transparencia es necesaria para posibilitar la valoración de alternativas y los riesgos inherentes. Los normalmente elevados riesgos derivados de la asimetría en la información entre inversores y empresarios se compensan con una elevada dosis de transparencia e información. El ya comentado problema del riesgo moral principal-agente³¹ se mitiga mediante la compensación de un riesgo más alto con una mejor oferta de información (Ruda y Martin, 2000; Ruda, 2003). Sobre el particular la actividad de IR resulta vital al momento de reducir la selección adversa del inversor (Ruda y otros, 2003).

3.4 Venture Capital

Las empresas de VC son, en gran medida, un fenómeno de Estados Unidos, Canadá y Europa Occidental. La mayoría de los autores trazan los orígenes del VC en los Estados Unidos hacia fines de la década de los años 40, con un rápido crecimiento hacia fines de los setenta como resultado del flujo de capital proveniente de instituciones financieras después de diversos cambios regulatorios,

³⁰ La actividad de IR puede definirse como las medidas estratégicas, comunicativas y confiables tendientes a lograr un crecimiento en la cotización de los títulos/valores de la empresa en el mercado de capitales (Krystek y Müller, 1993). La comunicación asume un multi-nivel abarcando también a analistas financieros, periodistas especializados en economía y asesores financieros en general.

³¹ Las denominadas firmas “Divito” (Ascúa, 2001).

en especial las nuevas normas de fondos de inversión de jubilaciones y reducciones en la tasa de impuestos a las ganancias de capital (Gompers, 1994; Zider, 1998).

Resulta importante señalar que la experiencia más prolongada y fructífera en materia de VC se ha desarrollado en los Estados Unidos (Mason, 1998). El primer VC fue fundado en el Estado de Massachusetts luego de finalizar la 2da. Guerra mundial con el objetivo de fondear la transferencia de tecnología desarrollada con fines militares hacia el mercado consumidor civil mediante la conformación de nuevas empresas. El gobierno federal jugó un papel significativo en el desarrollo del mercado de VC institucional al crear la *Small Business Investment Companies Administration* (SBIC) y ofrecer incentivos fiscales y regulatorios a las empresas registradas (SBIC) bajo este régimen.

Las empresas de VC son agentes que actúan entre las instituciones de inversión y ahorro (por ejemplo, bancos, compañías de seguros de retiro, fondos de pensiones) que proveen los fondos de capital y el mercado de emprendedores que no cotizan en la bolsa, que requieren financiamiento. Algunas instituciones financieras tienen sus propias subsidiarias de VC (denominadas “cautivas”). No obstante, la mayoría de los VC en los Estados Unidos y el Reino Unido son entidades “independientes” que colectan capital de diversas fuentes de manera de poder efectuar inversiones mayoritariamente en pyme.

El VC se define como el capital proporcionado bajo la forma de inversión y participación en la gestión de empresas con expectativas de rápido crecimiento, que no cotizan en el mercado accionario, con el objetivo de lograr un alto retorno de la inversión. El valor es creado por la empresa, con el aporte de dinero del capitalista de riesgo y utilizando como insumo crucial la experiencia de éste. El capitalista de riesgo invierte generalmente en las fases iniciales de desarrollo de una empresa y luego de un tiempo prudencial retira su inversión, para reciclarla invirtiendo en las fases iniciales de otra empresa de crecimiento rápido.

Las inversiones de VC tienen un período de maduración relativamente largo, de tres a siete años; una sociedad con aporte de capacidad de gestión, para proporcionar apoyo y asesoramiento, basado en la especialización, experiencia y contactos de los capitalistas de riesgo, que agrega valor a la inversión. Los ingresos se perciben usualmente bajo la forma de una ganancia que se realiza al final de la inversión, a través de un mecanismo de salida, que en muchos casos consiste en la apertura del capital accionario de la empresa en la bolsa (Mason, 1998).

El concepto de VC no es muy preciso y en su uso cotidiano admite distintas clasificaciones, con distintos niveles de aceptación. El segmento formal tiene como actor principal a firmas integradas por profesionales *full-time* que invierten en negocios con potencial significativo, administrando recursos aportados por entidades financieras o particulares, organizados bajo la forma de VC. El segmento no-formal está integrado por inversores privados individuales y sin relación familiar con las empresas en las que invierten, conocidos en la literatura como *Business Angels*. Dentro del segmento formal se suele distinguir a los VCs por el tipo de empresas en las que invierten, aplicando el concepto de VC exclusivamente a la inversión en nuevas empresas con expectativa de rápido crecimiento y/o de base tecnológica, utilizándose el término *Private Equity* para las compañías que realizan inversiones en empresas consolidadas y con trayectoria.

Las inversiones de VC generalmente se concretan como financiamiento por venta de acciones (acceso y apertura al capital accionario). El papel del capitalista de riesgo radica en analizar las oportunidades de inversión (especialmente en empresas con potencial de rápido crecimiento) y estructurar la transacción, invertir en empresas jóvenes, de rápido crecimiento o en proceso de cambio, que no cotizan en el mercado de valores y que tienen potencial para transformarse en empresas importantes en los mercados internacionales. El objetivo es lograr un elevado retorno de la inversión en la forma de ganancia de capital mediante la venta del paquete accionario (más que a través de retorno periódico por dividendos), ya sea a través de emisión de acciones cotizables (IPO en el mercado de capitales) o por venta comercial (compartir la participación con otros VC, venta

total de la empresa a otro competidor global –Fusiones y Adquisiciones (M&A),³² reventa de la participación al socio-emprendedor–). Operativamente y durante la presencia del VC en el emprendimiento, su participación es retribuida con una participación en la distribución del saldo neto de fondos generados y con un arancel administrativo fijo.

El VC es un instrumento esencial para el financiamiento del proceso innovativo ya que cada vez son más necesarios inversores que participen del riesgo de emprendedor apoyando inversiones en pequeñas firmas, especialmente aquellas empresas intensivas en tecnología, a las cuales las instituciones financieras no pueden asistir a través de instrumentos tradicionales.

En los últimos años ha habido una gran generación de literatura coincidente en general con la importancia de los VC para el desarrollo económico ya que provee un apoyo fundamental al rápido crecimiento de las empresas a la vez que provoca un positivo impacto en la creación de empleo (*European Venture Capital Association* (EVCA), 1993; Coopers y Lybrand, 1996; Bygrave y Timmons, 1992). Adicionalmente, al asumir los VC el riesgo empresarial en conjunto con el emprendedor se promueve firmemente el proceso de innovación (proceso en el que los bancos por inexistencia de *track-record* no ingresan en el financiamiento de estas actividades).

Asimismo, es importante también el rol que juegan los VC en el proceso de financiamiento general de la empresa naciente ya que al incorporarle capital al emprendimiento automáticamente se habilita capacidad patrimonial para solicitar y calificar ante asistencia bancaria tradicional. En esta misma línea de procedimiento, los VC por ser dirigidos y gerenciados por especialistas en finanzas corporativas, proveen al emprendedor de una habilidad raramente verificada en los emprendedores: conocimientos de gerenciamiento financiero y red de contactos para solicitar recursos financieros (ayudan siguiendo la gestión del negocio y aportando consultoría en finanzas).

Los VC reconocen como fuentes principales de objetivos, estrategias y aprovisionamiento de recursos a:

- *Business angels*.
- *Angel investors* (personas físicas que a nivel individual destinan una porción de su portafolio de inversiones a participar en el fondeo de VC).³³
- Fondos de jubilaciones y pensiones (cúmulo de ahorros personales de largo plazo).
- Grandes corporaciones (Chesbrough, 2002).

Los elevados costos de transacción (normalmente fijos) para permitir la incorporación de un VC como socio de un nuevo emprendimiento exige un nivel mínimo de inversiones lo que provoca una fuerte barrera de entrada al sistema, discriminando entonces a las pequeñas inversiones (Mason, 2001). Esta restricción abre una “vía de escape” a través de redes de *business angels* o de empresas pequeñas de capital de riesgo (más conocidos como VC informales), quienes están por tamaño y cultura empresarial más cercanos a la filosofía de trabajo de emprendedores individuales y/o que demandan pequeñas dosis de capital.

Sintetizando, el capitalista de riesgo es un inversor profesional y especializado, que realiza inversiones en acciones de sociedades que no cotizan en las bolsas de valores, en empresas con un alto potencial de crecimiento, con un horizonte temporal de participación limitado (2 a 7 años), una rentabilidad esperada muy elevada (superior al 30%) y un riesgo muy importante. Estos inversores utilizan tres vías de salida de la inversión:

- la oferta pública inicial;

³² *Mergers and Acquisition*.

³³ Los *angels investors* son inversores individuales que no buscan involucrarse en el negocio en el que invierten, tal como lo hacen los *business angels*. Adoptan una actitud pasiva y de control de la gestión, concentrándose en el seguimiento del rendimiento de su inversión.

- la venta a un inversor estratégico o una fusión y;
- la recompra por el emprendedor.

Hay otras dos alternativas:³⁴ fracaso total del proyecto lo que obliga a liquidar la inversión, con pérdida casi total de lo invertido; y las empresas que sin fracasar, tampoco crecieron en la medida esperada, lo que obliga a asumir la pérdida ya que son muy difíciles de vender.

3.5 Tipos de *Venture Capital*

Se pueden efectuar distintas clasificaciones de los fondos, de acuerdo a su forma de operación, objeto o fase de financiación:

- a) Según operen como *private equity* o VC, dos formas de financiación con elementos comunes entre sí: la intervención de un inversor profesional y la inversión a través de la adquisición de acciones de compañías no cotizantes en bolsa. El VC por su parte se distingue al realizar inversiones en empresas nacientes y/o jóvenes, que se encuentran en una etapa de desarrollo temprana. Por el contrario, *private equity* concentran sus esfuerzos de inversión en empresas ya consolidadas, con historia y trayectoria.
- b) Según su objeto se pueden diferenciar entre: fondos generalistas, que invierten en cualquier tipo de proyecto y fondos especializados por sector o industria.
- c) Según el estado de desarrollo de la empresa en que invierten: fondos que solo aportan capital para fases tempranas, como semilla, *start-up* y fondos para financiar etapas de desarrollo, y otros fondos que aportan para expansión de compañías ya consolidadas.

3.6 *Venture Capital* en Alemania

El VC en Alemania es una forma especial de Financiamiento en Participación³⁵ de empresas. Según la definición de la Federación Alemana de Sociedades de Participación de Capital (BVK)³⁶ se puede considerar a las empresas de VC formando parte del tipo de sociedad de participación de capital (Weitnauer, 2000). La diferencia radica básicamente en el mercado objetivo y los puntos más importantes en el proceso de inversión. Los VC en Alemania adquieren especial sentido en empresas del sector de alta tecnología (Ruda y Martin, 2000) El proceso de financiación de una empresa de VC cuando aportan no sólo capital accionario al negocio de un emprendedor, sino también apoyo de gestión y monitoreo, actuando individualmente o en conjunto con otras empresas de VC.

Sobre la temática de la necesidad de incrementar el financiamiento con “capital propio”, desde los años noventa en Alemania se desarrolló un intenso campo de actividades de VC a través de la figura jurídica específica sobre KBG. Estas compañías se transformaron rápidamente en el puente entre las necesidades de capital de las pyme y el potencial inversor de un grupo importantes de aportantes. Estas compañías KBG constituyen *pool* de capital, habiéndose especializado en operar con pyme (Ruda, 1997; Loos, 1996).

El mercado de VC institucional en Alemania se ha desarrollado indirectamente como herramienta financiera para las pyme ya que se ha concentrado en sociedades de participación que entre otras actividades financian a empresas pequeñas con potencial de crecimiento (Kokalj y otros, 2003).

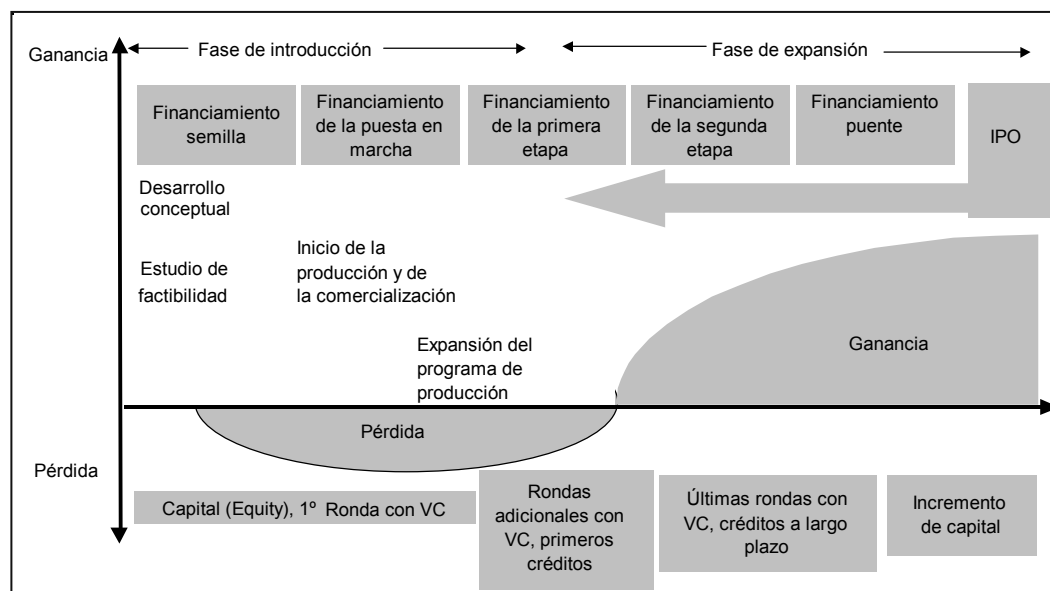
³⁴ Se trata de alternativas no deseadas pero que son tenidas en cuenta por los VC en su análisis de probabilidad de ocurrencia lo que impulsa a efectuar un número importante de pequeñas inversiones de manera de distribuir el riesgo en su portafolio.

³⁵ *Beteiligungsfinanzierung*.

³⁶ *Bundesverbands Deutsche Kapitalbeteiligungsgesellschaften*.

El grupo-objetivo de empresas de los VC está lejos de contemplar la integralidad del espectro pyme ya que se concentra su atención en empresas con fuerte potencialidad de crecimiento y con necesidad de capital menor a 1 millón de euros.³⁷ Los inversores son atraídos por expectativas de elevadas ganancias. La medición del riesgo inherente y la determinación de los instrumentos de dirección del negocio son aportados por los VC que de esta manera genera externalidades en las firmas.

Figura 2
CICLO DE VENTURE CAPITAL



Fuente: Ruda, 2004a.

En Alemania las empresas VC buscan un elevado rendimiento a la vez que un adecuado nivel de seguridad en sus aplicaciones. En promedio se orientan hacia inversiones que al menos otorguen un rendimiento del 15 al 25% anual (Ruda, 2002b). Las VC buscan cubrir las potenciales pérdidas y/o caídas en su portafolio de inversiones, los costos por el asesoramiento al emprendimiento y la limitada liquidez de la inversión (Schefczyk, 2000).

En las distintas fases de desarrollo de un emprendimiento, las sociedades de VC se ubican en el caso de Alemania financiando el espacio existente entre la etapa de capital semilla y la fase de expansión y madurez de la firma. Es decir que existe un relativo mayor compromiso del sistema de VC en la fase de creación y primeros pasos de la firma (Leopold y Frommann, 1999). En particular se aprecia en los primeros pasos la acción del denominado VC informal o *Business Angels* (Ruda y Arnold, 2002). De todos modos, los programas de fomento estatal a la creación de empresas constituyen también una fuente importante de financiamiento a nuevos emprendimientos.

En la experiencia europea, la actividad de inversión de riesgo incluye dos situaciones distintas: las inversiones en negocios de riesgo (*ventures*), a menudo basadas en tecnología, y la inversión en el crecimiento de negocios existentes y en la reestructuración de empresas, a través de la adquisición del negocio por la dirección existente (MBO) o la adquisición de este *management* por gerentes externos (MBO).

En los primeros años de desarrollo del VC en Europa, la mayor parte de la inversión se concentraba en la expansión de capital y en las compras de la dirección de empresas. La provisión de capital semillas y los *start-up* jugaban un papel mucho menos significativo y, en 1994,

³⁷ *High-Flyer sector*.

constituían el 17% de las inversiones totales. Los inversores principales de los fondos Europeos de VC eran los bancos, con la excepción del Reino Unido, donde los fondos jubilatorios eran una fuente significativa. Esto tiene una gran implicancia, porque los bancos tienen un horizonte de inversión más corto que los fondos jubilatorios y las compañías de seguros, lo que influye en la naturaleza de sus inversiones.

El desarrollo del mercado de VC ha sido considerable durante la década pasada ya que la cantidad anual de nuevos fondos excedió los 20 mil millones de euros en 1999 (Christofidis y Debande, 2001). La inversión creció significativamente entre 1997 y 1999, para luego decaer en los inicios de la presente década producto de la explosión de la burbuja tecnológica en el año 2000.

La versión *private equity* de VC se extiende irregularmente por Europa y la industria ha encontrado mas facilidades para desarrollarse en ciertos países ya que el mercado del Reino Unido representa la mitad de los fondos reunidos en la UE, y Francia y Alemania le siguen en importancia. Se verifica una dicotomía entre países orientados a la *private equity*, que tienen un mercado de VC más desarrollado, como el Reino Unido o los Países Bajos y los países orientados a la deuda, con mercados de VC menos desarrollado, como Alemania, Francia o Italia. El Reino Unido es el mercado de VC dominante, pero el crecimiento de los fondos ha sido alto en Alemania, países escandinavos, Austria, Bélgica, Francia, Italia y España.

Las mayores fuentes de fondos de VC en la UE provienen de los bancos, fondos jubilatorios y compañías de seguros y también son una fuente importante las ganancias reinvertidas. El aumento de la inversión de los fondos de pensión y de las compañías de seguros es reciente. En el Reino Unido, la mayoría de los fondos levantados proviene de fondos de pensión y de bancos; en Francia, las dos fuentes más grandes son los bancos y las compañías de seguros; en Alemania y en Austria la fuente principal son los bancos. Los fondos de pensión y las compañías de seguros son menos activos en los países del sur de Europa, mientras que las agencias gubernamentales representan una fuente sustancial de fondos en Portugal, España y, en menor magnitud, en Finlandia y Suecia.

En Alemania, los métodos más comunes para las salidas son la apertura a la bolsa de comercio y el MBO. En 1999, las ventas vía IPO comprendieron el 24% de la desinversión total en costo y el 13% del número total. Un rasgo interesante en el mecanismo de salida usado en Alemania, es la proporción creciente de desinversiones vía IPO, que suman el 18% del costo en 1999; de 75 salidas, 47 han terminado su IPO, el 77% del total. Ese fuerte crecimiento de las IPO refleja el dinamismo del “*Neuer Markt*” establecido en Frankfurt.

El VC ha sido considerado un instrumento de financiación eficaz en la política regional y local, a favor de las industrias de alta tecnología. La organización de *clusters* de empresas de alta tecnologías es el resultado de *spill-overs* de conocimiento y la presencia de servicios intermedios, como los VC, abogados y contadores. En Alemania se observan concentraciones regionales de VC en las regiones de Düsseldorf, Stuttgart, München, entre otras. Esta concentración geográfica induce una brecha de equidad entre regiones (las regiones menos desarrolladas del país son exportadores netos de recursos de inversión hacia regiones (en general del sur) más exitosas (Christofidis y Debande, 2001).

En cuanto a las medidas fiscales para estimular actividades de VC, Alemania ha reducido los impuestos sobre la renta de las sociedades, por etapas hasta el 2005, y ha eliminado los impuestos sobre las ventas de acciones de sociedades. Al igual que Irlanda, Reino Unido, Bélgica, Dinamarca, Francia, Italia, Países Bajos, Finlandia y Suecia, Alemania estableció normas específicas en materia impositiva. Las ganancias obtenidas por las compañías de VC a través de la venta de acciones de las compañías incorporadas a sus carteras, no están sujetas a los impuestos a los ingresos y a las ganancias de las sociedades, sí los beneficios se reinvierten, dentro de los cuatro años, en otras acciones de las compañías. Durante el tiempo que transcurre entre la venta y la reinversión, se puede hacer una previsión impositiva por la misma cantidad. Los VC también están exentos de impuestos comerciales locales.

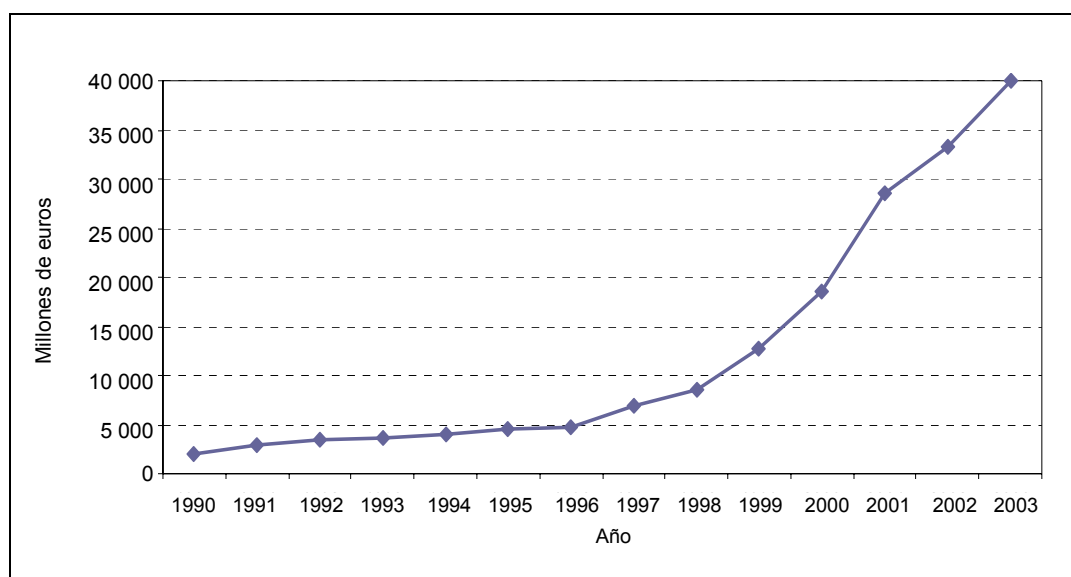
A pesar de estos incentivos, sólo subsiste un pequeño número VC en Alemania, debido principalmente a las cargas administrativas y a las dificultades para obtener el estatuto legal. Existen otras limitaciones, como la política de cartera, por la cual los VC tienen que hacer una oferta pública de por lo menos el 70% de sus paquetes accionarios, dentro de los diez años posteriores a su inicio.

Las compañías pequeñas pueden realizar una depreciación adicional del 20% para los recursos adquiridos recientemente, además de regular la depreciación acelerada de más del 30% en el año de adquisición o en los siguientes cuatro años. La provisión beneficia al *start-up* de las compañías muy pequeñas, para impuestos comerciales menores a 25.000 euros. Estas compañías pueden tomar anticipadamente las deducciones depreciadas de más de un 50% del costo de la adquisición, hasta 150.000 euros para adquisiciones futuras.

En el año 2000, el volumen de la inversión de VC aumentó espectacularmente en Europa, pasando de 10.000 millones de euros, el 0,14% del Producto Bruto Interno (PBI), en 1999, a más de 19.600 millones de euros, el 0,23% del PBI, en el 2000. Aumentó también el tamaño medio de cada inversión, pasando de 1,6 millones de euros en 1999 a 2,3 millones de euros en 2000, con un aumento del 30% y 35%, del número de inversiones y de empresas, respectivamente. En Alemania el crecimiento del VC alcanzó 3.900 millones de euros, duplicando las inversiones de *start-up*, con un aumento sustancial en la fase temprana.

De acuerdo con el informe anual de la BVK para el año 2003, se contaban alrededor de 187 sociedades de VC en Alemania, las cuales gestionan alrededor de 40.000 millones de euros, con un crecimiento en el citado año de 6.400 millones de euros en el volumen de fondos captados. Luego de la caída abrupta del año 2002, en el 2003 se recuperó la dinámica positiva en la captación de fondos.

Gráfico 4

EVOLUCIÓN DE VOLUMEN DE FONDOS –SOCIEDADES DE PARTICIPACIÓN EN CAPITAL–

Fuente: BVK Statistik, 2003.

Del total de recursos captados en el 2003, las principales fuentes, tal como lo muestra el cuadro siguiente los fondos cerrados aportaron el 84% del total anual mientras que los fondos abiertos invirtieron el 14% y la reinversión de resultados sólo aportó el 1,5% (BVK, 2003). También es importante señalar que los recursos provenientes de fondos pan-europeos (UE)

representaron el 95% del total de aportes que realizaron los denominados fondos cerrados (ver anexo I).

Cuadro 6
NUEVOS FONDOS CAPTADOS EN 2003
–SOCIEDADES DE PARTICIPACIÓN EN CAPITAL–
CLASIFICACIÓN SEGÚN ORIGEN

Origen	Volumen (millones de euros)	%
Fondos cerrados	5 344,66	84,2
<i>Evergreen</i> -fondos	907,40	14,3
Resultados reinvertidos	98,06	1,5
Total	6 350,12	100,0

Fuente: BVK Statistik, 2003.

Los fondos de pensión, las compañías de seguros y los institutos de crédito fueron en el año 2003 los principales aportantes a los nuevos fondos invertidos a través de VC en Alemania. Si bien el mayor grupo corresponde a varios con el 42%, lo que demuestra la atomización de los orígenes en la captura de fondos. Llama la atención que el mercado de capitales sólo aportó el 0,1% de los nuevos fondos. El sector público invirtió el 4,1% mientras que los inversores privados (*business angels*) registraron el 5,1% del total anual 2003.

Cuadro 7
NUEVOS FONDOS CAPTADOS EN 2003
–SOCIEDADES DE PARTICIPACIÓN EN CAPITAL–
CLASIFICACIÓN SEGÚN FUENTE

Nuevos fondos	Volumen (millones de euros)	%
Instituto de crédito	704,01	11,1
Seguros	643,55	10,1
Fondos de pensión	1 527,80	24,1
Industria	71,45	1,1
Inversiones privadas	322,06	5,1
Sector público	262,38	4,1
Resultados reinvertidos	94,81	1,5
VC	75,50	1,2
Mercados de capitales	5,36	0,1
Varios	2 643,20	41,6
Total	6 350,12	100,0

Fuente: BVK Statistik, 2003.

Desde el punto de vista del origen geográfico de los nuevos fondos captados en el año 2003, Alemania representó el 18%, Europa 41% y el resto del mundo 41%, lo que otorga al sistema un atractivo especial (BVK, 2003).

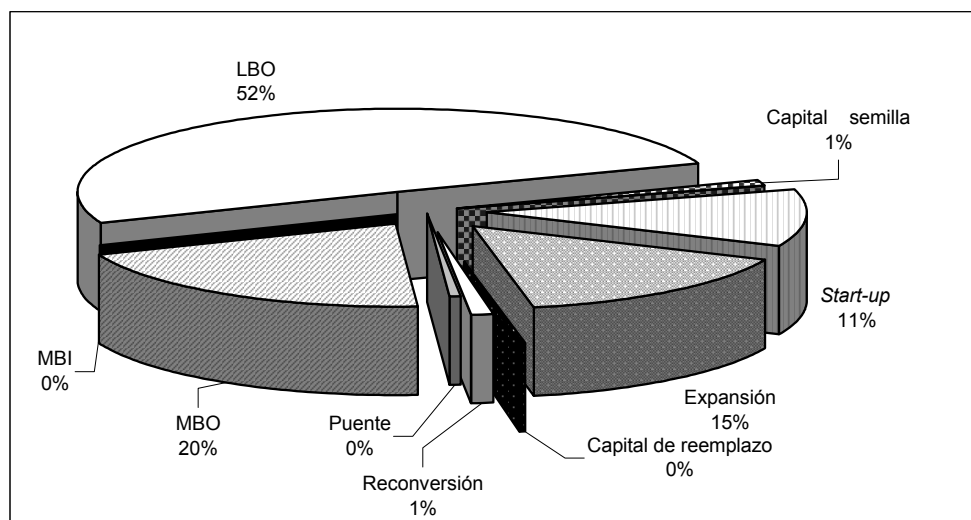
En el conjunto correspondiente al volumen bruto de inversiones, las operaciones de *Buy-Outs* (MBO, *Leverage Buy-Out* (LBO) y *Management Buy-In* (MBI)) en el año 2003, al igual que en el año precedente, dominaron con casi el 71% del total, mientras que la financiación de los primeros pasos de un emprendimiento capturó el 12% de las inversiones.

Cuadro 8
INVERSIÓN BRUTA EN AÑO 2003
–SOCIEDADES DE PARTICIPACIÓN EN CAPITAL–
CLASIFICACIÓN SEGÚN FASE DE DESARROLLO

Fase	Volumen (millones de euros)	%	Nº de empresas	%
Capital semilla	26,96	1,1	28	3,2
Start-up	265,46	11,0	324	37,0
Expansión	373,78	15,5	441	50,3
Capital de reemplazo	4,31	0,2	6	0,7
Reconversión	25,68	1,1	18	2,1
Puente	11,72	0,5	8	0,9
MBO	483,17	20,0	25	2,9
MBI	4,25	0,2	6	0,7
LBO	1 220,08	50,5	20	2,3
Total	2 415,40	100,0	876	100,0

Fuente: BVK Statistik, 2003.

Gráfico 5
VOLUMEN DE INVERSIÓN 2003
–SOCIEDADES DE PARTICIPACIÓN EN CAPITAL–
(Millones de euros)

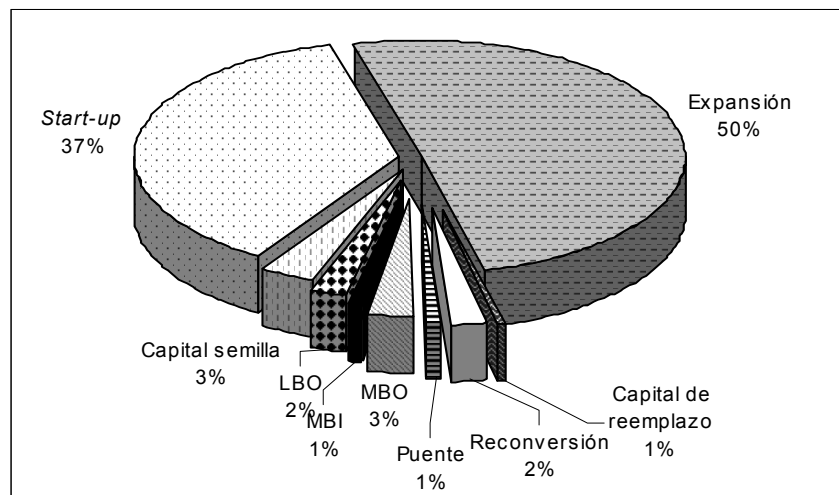


Fuente: BVK Statistik, 2003.

Con relación al tamaño de las nuevas empresas receptoras de las inversiones en el año 2003, si bien más del 95% se ubicaron en el rango de las pyme según definición parcial IfM Bonn, la mayoría de los recursos se destinaron a grandes compañías con casi el 69% del volumen transado.

Gráfico 6

**INVERSIÓN 2003 SEGÚN FASE DE DESARROLLO (Nº DE EMPRESAS)
–SOCIEDADES DE PARTICIPACIÓN EN CAPITAL–**



Fuente: BVK Statistik, 2003.

Cuadro 9

**PORTAFOLIO DE INVERSIONES AÑO 2003
–SEGÚN TAMAÑO DE NUEVAS EMPRESAS RECEPTORAS–
SOCIEDADES DE PARTICIPACIÓN EN CAPITAL**

Tamaño	Volumen en millones €	%	Nº de empresas	%
0-9 empleados (Pequeña)	57,65	3,2	170	25,0
10-499 empleados (Mediana)	510,01	28,2	485	71,2
≥ 500 empleados (Grande)	1 243,77	68,7	26	3,8
Total	1 811,43	100,0	681	100,0

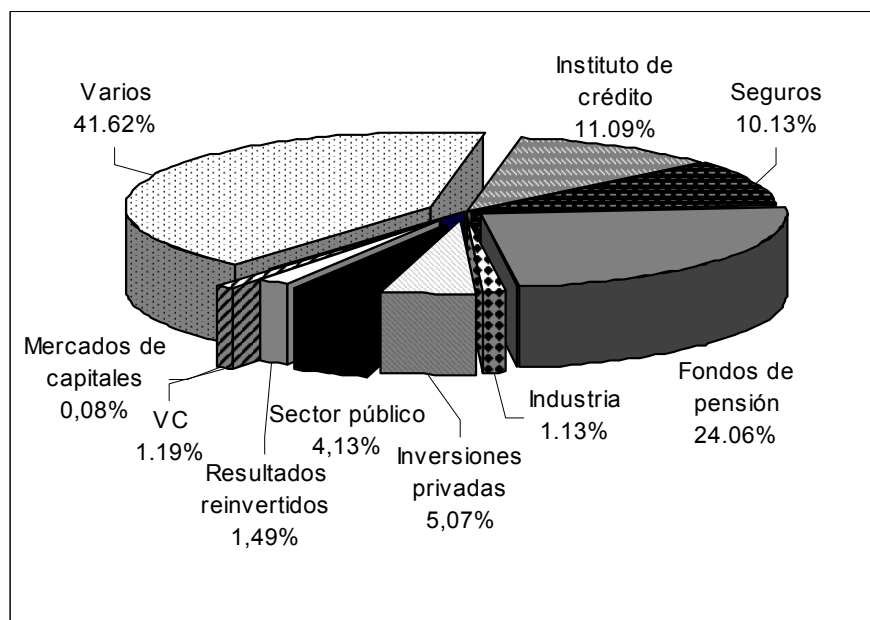
Fuente: BVK Statistik, 2003.

En la última década comprendida entre 2003 y 1993 (largo plazo), el desarrollo de la inversión bruta de las empresas VC ha venido registrando una dinámica de cambio marcada por tres características:

- en los primeros pasos se produjo un fuerte crecimiento hasta el año 2000 de la mano de la euforia en *high-tech*, para luego caer estrepitosamente;
- la financiación de expansión empresa continuamente ha perdido relevancia;
- las operaciones de *Buy-Outs* (LBO y MBO/MBI) han dominado las inversiones desde el año 2001.

De los nuevos fondos incorporados en el año 2003 por las empresas de VC en Alemania, se destacan como proveedores los fondos de pensión con el 24,1%; institutos de crédito (bancos) 11,1%; aseguradoras 10,1%; sector público 4,1%, otros 43,2%.

Gráfico 7
NUEVOS FONDOS DE INVERSIÓN AÑO 2003
–SOCIEDADES DE PARTICIPACIÓN EN CAPITAL–



Fuente: BVK Statistik, 2003.

El canal de salida para las inversiones de VC en Alemania ha estado dominado en los últimos años por ciertas restricciones a causa de la necesidad de asumir pérdidas de alrededor del 40%. Este proceso según el informe anual BVK 2003 estaría llegando a su fin luego de la crisis iniciada en el año 2000. En total, en el año 2003 se contabilizaron salidas de inversiones por 820 millones de euros. A fines del citado año se registró la primera salida por IPO desde el año 2001³⁸ y se comenzó a recuperar el volumen de transacciones en el mercado secundario de empresas de VC (venta a otros VC).

En el campo de los primeros pasos empresarios, según la BVK en el futuro se presentarán importantes desafíos para los VC. Es positivo mantener en memoria todavía las consecuencias de la exageración en la denominada burbuja de la nueva economía. El sector de las pyme y las posibilidades de expansión empresarial continuarán siendo en el futuro cercano un destino importante y atractivo para las empresas de VC.

Sobre el particular, aparecen como oportunidades las nuevas reglas conocidas como Basilea II, la estructural baja cuota de capital propio de las pyme y la necesidad de continuidad en la conducción que enfrentan las empresas de familia con 50 o más años de antigüedad. Potenciales negocios de MBO y MBI pueden aquí ser aplicables.

Grandes transacciones de *Buy-out* ofrecen interesantes alternativas ante la continuidad del proceso de desprendimiento de ciertas actividades de grandes compañías (BVK, 2003). En términos de comparación internacional, el mercado de VC de Alemania se ubica entre los primeros del mundo, solamente superado por Estados Unidos y Gran Bretaña.

En síntesis, desde 1996 se cuentan alrededor de 11.000 pyme que han recibido aportes de capital desde el mercado de *private equity*. Por su parte, alrededor de 5.800 pyme se encuentran en los portafolios de inversión de las empresas de participación de capital (Paffenholz, 2002).

³⁸ Esta salida representó con 8,6 millones de euros el 1,1% del volumen total del año 2003 y se registró en el mercado de capitales fuera de Alemania (BVK, 2003).

El uso intensivo de los instrumentos de participación en capital³⁹ permite lograr un equilibrio entre la intención de los inversores de optimizar su rentabilidad de sus fondos con la deseada independencia en la toma de decisiones por parte del emprendedor que recibe el financiamiento.

La primera experiencia piloto en esta materia es la correspondiente a KfW-Iniciativa “Capital propio para el espectro pyme amplio”, la cual busca ampliar la oferta en el campo del VC para las pyme. Sobre el particular, se intenta ampliar las posibilidades de VC tanto en el acceso por parte de las pyme como en la salida de estos inversores institucionales, para lo cual este programa apoya económicamente la preparación de las firmas para la salida a la bolsa de valores (KfW, 2003).

Si bien el mercado de VC en su concepto amplio (*private equity* y KBG) se ha venido desarrollando positivamente en la última década, todavía constituye una alternativa lejana en la percepción de los empresarios pyme alemanes (IfM Bonn, 2004).

³⁹ *Beteiligungsinstrumente.*

4. Desafíos en el proceso de financiamiento de las pyme en Alemania: Basilea II⁴⁰

El Comité de Basilea (BIS)⁴¹ fue creado en el año 1974 por los presidentes de los Bancos Centrales de los países del Grupo de los 10 (G10). Actualmente, los países que lo integran están representados por sus Bancos Centrales y las instituciones que formalmente detentan la responsabilidad de actuar como supervisores bancarios. Elabora pautas sobre estándares de supervisión, lineamientos y recomendaciones sobre prácticas bancarias a fin de ser adoptados por los organismos supervisores en los distintos países, de acuerdo a las necesidades locales y decisiones de política. También tiene por objetivo reducir la brecha en materia de supervisión prudencial bancaria entre países. No constituye formalmente un organismo supervisor supranacional y sus conclusiones y recomendaciones no tienen fuerza legal.

El Acuerdo de Capitales de 1988 (Basilea I), establecía un requerimiento mínimo de capital basado únicamente en el riesgo de crédito. En 1996 se realizó una enmienda para incorporar el riesgo de mercado, esto es el riesgo derivado de las fluctuaciones en los precios de los activos con cotización, las tasas de interés y los tipos de cambio. En términos simples, Basilea I establece que el capital mínimo debe ser al menos el 8% de los activos ponderados por su riesgo.

⁴⁰ Documento “Convergencia internacional de medidas y normas de capital” Marco Revisado, junio de 2004. Versión Español. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Banco de Pagos Internacionales.

⁴¹ www.bis.org.

Desde que se puso en marcha el Acuerdo de Capital vigente en 1988 la industria bancaria fue adquiriendo un alto grado de complejidad. La historia reciente de los mercados internacionales de capitales incluye serios episodios de crisis financiera, como el Tequila a fines de 1994 y la crisis asiática que comenzó a mediados de 1997 y se continuó en Rusia, Brasil, Turquía. Esto indujo al Comité de Basilea a elaborar un nuevo esquema de determinación de requerimientos mínimos de capital que refleje la complejidad del mundo bancario, siendo mucho más sensible al riesgo.

Recuadro 1**CRONOLOGÍA BIS BASILEA II**

1988 - Acuerdo Original
1996 - Riesgo de Mercado
1999 - Principios básicos de supervisión bancaria (*Core Principles*)
1999 - Propuesta Basilea II
2001 - 2° Ronda consultiva
2003 - 3° Ronda consultiva
2004 - Presentación del Acuerdo definitivo
2007 - Implementación

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, 2004.

El primer documento fue presentado para discusión a comienzos de 1999 y se fueron incorporando los comentarios de numerosos y diversos participantes del mercado, desde bancos centrales, entes de supervisión bancaria, organismos multilaterales de crédito, asociaciones de bancos, agencias de calificación de riesgo, bancos comerciales, entre otros.

La propuesta –conocida como Basilea II– fue presentada en junio de 1999 a los países del G10, a participantes del sector bancario y a países que no son miembros del Comité, y ha sido sometida a varias rondas consultivas, luego de las cuales se han ido incorporando algunas de las sugerencias realizadas por los distintos participantes de los mercados financieros.

El objetivo del Nuevo Acuerdo es lograr una medición del capital regulatorio más sensible al riesgo, complementada con la profundización del proceso de supervisión bancaria y la disciplina de mercado.

Si bien se han registrado algunas resistencias y dilaciones, se han concluido las rondas consultivas a mediados de 2004 con el objetivo de implementar el Nuevo Acuerdo hacia fines del año 2006.⁴² También se ha previsto un período de transición en el que los reguladores podrán hacer uso de cierta discrecionalidad hasta alcanzar los estándares propuestos por el Comité de Basilea.

El Nuevo enfoque propuesto en Basilea II se basa en los siguientes tres pilares (ver anexo 2):

- Requerimientos mínimos de capital;
- Proceso de supervisión bancaria sobre el nivel necesario de capital y;
- Disciplina de mercado (difusión pública).

La propuesta se orienta a la aplicación de modelos más sofisticados de medición del riesgo de manera de pasar desde un enfoque de tipo contable a otro que propicia un manejo dinámico de los

⁴² El Comité de Basilea recientemente ha reconocido la necesidad de extender la puesta en vigencia del Nuevo Acuerdo para fines del año 2007 en virtud de la intensidad y duración de la ronda de consultas previas.

riesgos –por caso, para riesgo de crédito los bancos pueden elegir entre tres métodos alternativos (estandarizado, basado en calificaciones internas básico y avanzado)–, proponiéndose incentivos para que avancen hacia la aplicación del método más avanzado.

Cambios a futuro: Las actuales normas de Basilea se basan en la determinación de un coeficiente de capital que surge de considerar la cantidad de capital con que cuenta el banco (numerador) y la medición del riesgo en que incurre el banco definido por los activos ponderados por su nivel de riesgo (denominador). En el Nuevo Acuerdo la definición de capital no varía y el objetivo es que tampoco lo haga el porcentaje del capital mínimo a mantener ya que permanece en el 8% del total de activos.

En cambio, se modifica el denominador ya que los activos son ponderados por su riesgo, cambiando la metodología de medición. El objetivo es mejorar las evaluaciones que efectúen los bancos sobre los riesgos, de forma tal que los coeficientes de capital sean más representativos del perfil de riesgo de cada entidad (mayor sensibilidad al riesgo).

El Acuerdo vigente cubre dos tipos de riesgos: el de crédito y el de mercado. El Nuevo Acuerdo además de modificar la metodología de medición de ambos riesgos, incorpora el tratamiento explícito del llamado riesgo operativo, que es el riesgo de que se produzcan pérdidas como resultado de procesos, personal o sistemas internos inadecuados o defectuosos, o bien a consecuencia de acontecimientos externos. En cuanto a la metodología, el Nuevo Acuerdo introduce tres opciones distintas para el cálculo del riesgo de crédito y otras tres posibilidades para la medición del riesgo operativo.

Para la medición del riesgo de crédito las alternativas son:

- el método estándar;
- el método IRB básico y;
- el IRB avanzado.

El método estándar para el riesgo de crédito es similar al del Acuerdo vigente, en virtud del cual los bancos deben clasificar sus carteras activas (exposiciones) en categorías susceptibles de ser supervisadas a partir de las características observables de las citadas aplicaciones. Este método establece ponderaciones fijas de riesgo que corresponden a cada categoría, a la vez que utiliza evaluaciones y calificaciones externas de crédito para perfeccionar la sensibilidad al riesgo con respecto al Acuerdo vigente. El método estándar también incluye un tratamiento específico para las financiaciones minoristas, dentro de las cuales pueden incluirse, bajo ciertos parámetros, los préstamos concedidos a las pyme.

A su vez, el Nuevo Acuerdo introduce las calificaciones internas (IRB), en sus dos versiones: básica y avanzada. El principal efecto de la utilización del IRB es que las evaluaciones internas de riesgo que realicen los bancos sobre sus carteras activas se deben utilizar para calcular las necesidades de capital mínimo.

El IRB se basa en cuatro insumos cuantitativos:

- **PD**, que mide la probabilidad de que el prestatario incumpla durante un horizonte temporal determinado;
- la **LGD**, que calcula la proporción de la exposición que se perdería si se produjera el incumplimiento;
- la **EAD**, que estima en los compromisos crediticios, la liquidez que probablemente disponga del deudor si se produce el incumplimiento; y
- el **M**, que calcula el plazo de vencimiento restante de una financiación.

Dado el valor de cada uno de esos factores, la función de ponderación por riesgo, genera un requerimiento de capital específico para cada operación de préstamo. En el caso particular de las pyme deudoras el Nuevo Acuerdo prevé un factor de ajuste en la fórmula de ponderación por riesgo frente al resto de las empresas evaluadas por el método IRB.

Para la evaluación del riesgo operativo se han previsto tres métodos:

- el método del Indicador Básico;
- el método estándar y;
- los Métodos de Medición Avanzada (AMA).

Al igual que ocurre con el riesgo de crédito, para la evaluación del riesgo operativo el Nuevo Acuerdo se apoya en el desarrollo por parte de los bancos de técnicas de evaluación internas, es decir los denominados AMA.

Las técnicas aplicadas al riesgo operativo vienen evolucionando rápidamente, aunque están lejos de alcanzar la precisión con la que se pueden cuantificar los riesgos de crédito y de mercado (Banco de Pagos Internacionales, 2004). Se espera que los bancos con actividades internacionales adopten gradualmente el método AMA, más sensible al riesgo.

Los bancos con menor exposición al riesgo operativo pueden usar alguno de los dos métodos más sencillos, el del indicador básico y/o el estándar, que requieren que los bancos mantengan capital por riesgo operativo igual a un porcentaje fijo de una medición específica del riesgo.

Siguiendo al método del indicador básico, se debe tomar el 15% del promedio de ingresos brutos de los últimos tres años (coeficiente establecido por el Comité de Basilea), para el cálculo del capital mínimo requerido.

En el método estándar los bancos deben calcular un requerimiento de capital individual para cada línea de negocios siguiendo los lineamientos del método del indicador básico, obteniéndose el capital mínimo total como al sumatoria de los diferentes requerimientos de cada línea de negocio.

El segundo pilar del Nuevo Acuerdo, es decir el “Proceso de supervisión bancaria sobre el nivel necesario de capital” apunta tanto a la necesidad de los bancos de evaluar sus posiciones de capital con respecto a sus riesgos globales, como a la de los supervisores para examinar y adoptar las medidas adecuadas como respuesta a dichas evaluaciones. En definitiva se trata que tanto bancos como las instituciones de supervisión deben poseer sólidas capacidades de evaluación del riesgo. En tal sentido es dable esperar que los bancos y sus supervisores utilicen pruebas de tensión (*stress testing*) para asegurarse que mantienen un nivel de capital con suficiente margen para soportar la sensibilidad.⁴³ En la circunstancia que el test no sea superado por el banco, el supervisor debe poseer suficiente capacidad para exigir que el banco reduzca sus riesgos y/o que aumente su capital.

El tercer pilar, “Disciplina de mercado (difusión pública)” tiene por objeto completar los requerimientos mínimos de capital del primer pilar y el proceso de supervisión del segundo. El Nuevo Acuerdo intensifica las intenciones del Comité de Basilea de fomentar la disciplina de mercado desarrollando un conjunto de requisitos de divulgación, que permitan a los participantes en el mercado evaluar las principales informaciones sobre el perfil de riesgo de un banco y sobre su nivel de capitalización.⁴⁴ Esta necesidad de divulgación pública es considerada muy importante en el Nuevo Acuerdo ya que la utilización de metodologías internas para la medición de los riesgos,

⁴³ Es evidente que los bancos cuando apliquen el método IRB para el riesgo de crédito, deberán adecuar una cuota de capital suficiente para protegerse frente a la probabilidad de una coyuntura económica adversa.

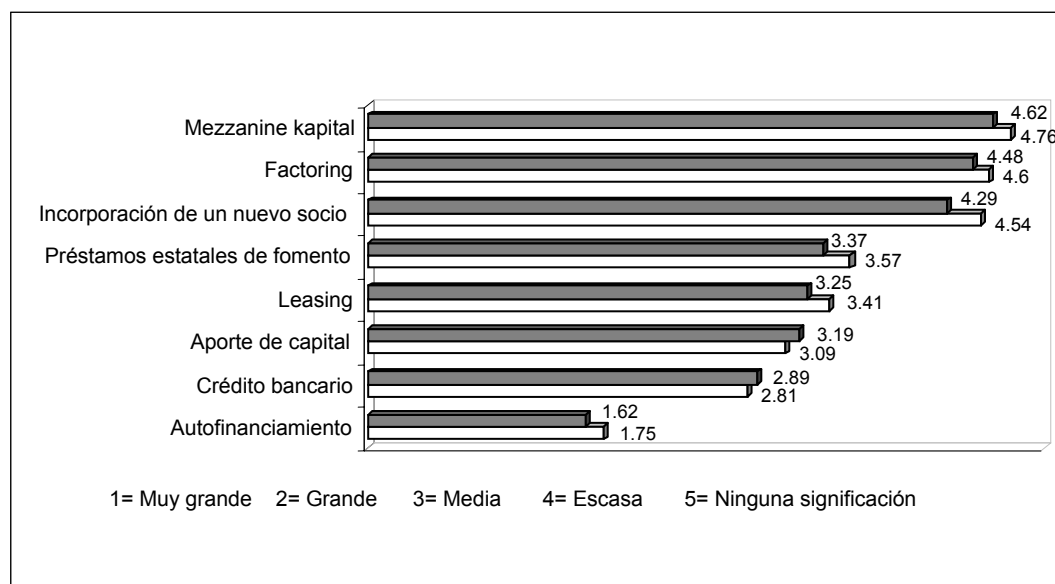
⁴⁴ Los bancos deberán publicar información referida tanto a las necesarias por motivos de seguridad y supervisión, así como a los informes periódicos exigidos por las autoridades reguladoras.

posibilitaría a los bancos gozar de mayor discrecionalidad a la hora de determinar sus necesidades de capital.

En Alemania existe una gran preocupación sobre la implementación de las normas de Basilea II ya que se partió del supuesto que los bancos podrían considerar a las pyme menos atractivas como prestatarios (IfM Bonn, 2003). Así, en Europa y en especial en Alemania, desde principios de la presente década se ha desarrollado una fuerte campaña de comunicación y preparación en el mercado, en especial el compuesto por pyme.

De las distintas alternativas con que cuentan las pyme para su financiamiento, en la actualidad el auto-financiamiento y los préstamos bancarios constituyen las fuentes más significativas para las firmas alemanas. Tal consideración no cambia sustancialmente para el análisis del sistema de financiamiento futuro, destacándose un leve crecimiento de los instrumentos como el leasing y los préstamos de fomento estatal. La incorporación de un socio, el *factoring* y el Mezzanine Kapital constituyen para estas pyme, instrumentos de creciente pero todavía baja importancia (Kayser y Wallau, 2003).

Gráfico 8
IMPORTANCIA ACTUAL Y FUTURA DE DIFERENTES INSTRUMENTOS FINANCIEROS

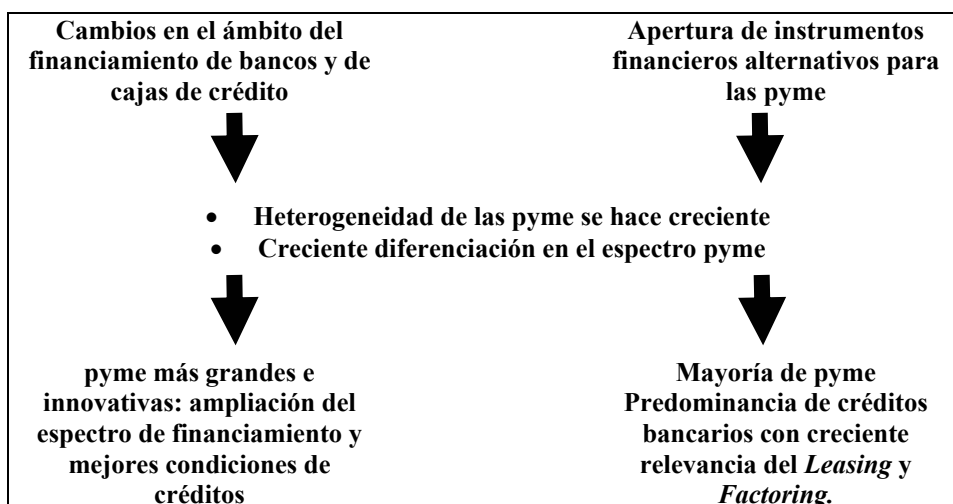


Fuente: IfM Bonn, 2003.

Según el trabajo del IfM Bonn en el año 2003, el 43,7% de las pyme alemanas consultadas consideraba poseer un muy bueno o un buen conocimiento de los criterios que establecen el rating interno de una empresas (Kayser y Wallau, 2003). Solamente el 11,4% señaló escasez de información.

Los puntos principales a tener en cuenta en el futuro sistema de financiamiento a pyme, se ubican en torno al cambio en el sistema de otorgamiento de préstamos por parte de bancos y cajas de crédito. Por otra parte, también se visualizan nuevos instrumentos de financiación para las pyme.

Figura3

PUNTOS CENTRALES DEL FUTURO FINANCIAMIENTO PYME

Fuente: IFM, Bonn, 2003.

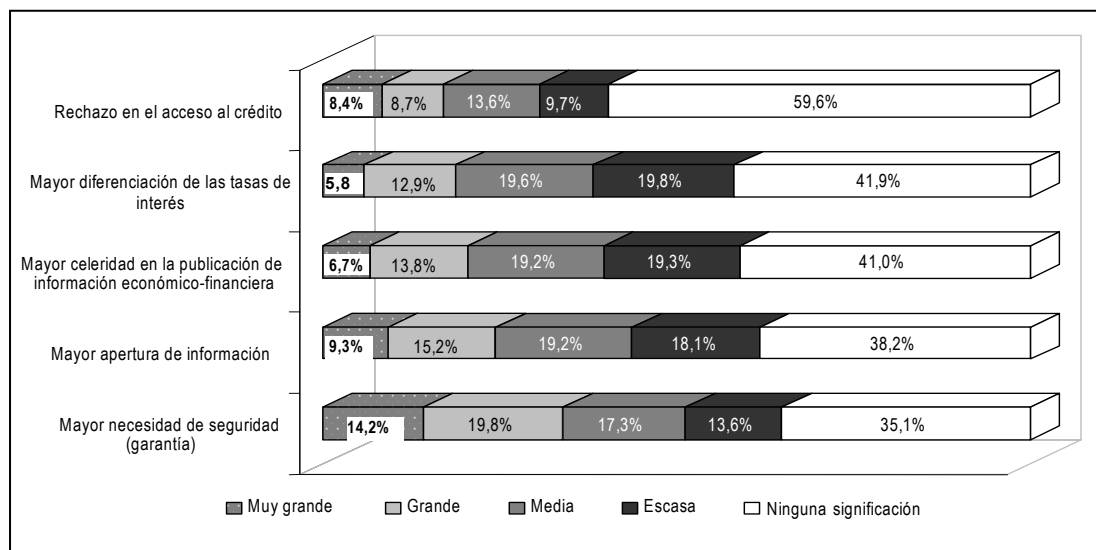
La heterogeneidad del espectro pyme en Alemania al igual que en el resto del mundo tiene implicancias especiales en el futuro sistema de financiamiento. En Alemania, para la mayoría de las pyme se considera que continuará la predominancia de los créditos bancarios con una creciente importancia del leasing y el factoring. En cambio para las firmas innovadoras y/o más grandes del conjunto pyme, se espera una ampliación del sistema financiero y mejores posibilidades de acceso al crédito (Kayser, 2003).

En la década pasada, la intensificación del proceso de globalización alcanzó especialmente al sistema financiero abriéndose nuevos mercados de la mano de una mayor diversificación de riesgos y rendimientos.

Paralelamente se establecieron principios reguladores del accionar bancario (Acuerdo de Capital de 1988 emanado desde el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea dependiente del Banco de Pagos Internacionales – Basilea I) que afectaron especialmente a la relación banco- pyme. Según el análisis de IfM Bonn (2001) en los últimos años de la década pasada, la proporción de financiamiento bancario destinada a pequeñas empresas se redujo del 77,3% al 75,7%. Si bien este proceso no ha sido generado por Basilea II pone de manifiesto la importancia del tema a medida que se acerca la puesta en vigencia de esta nueva regulación (en el año 2006).

Bajo Basilea II las obligaciones de los bancos al momento de otorgar un financiamiento se deberán orientar hacia la valoración individual del riesgo inherente. El riesgo crediticio es la causa de la calificación de liquidez y por ende de la determinación del rating.

Gráfico 9
DIFICULTADES POR BASILEA II

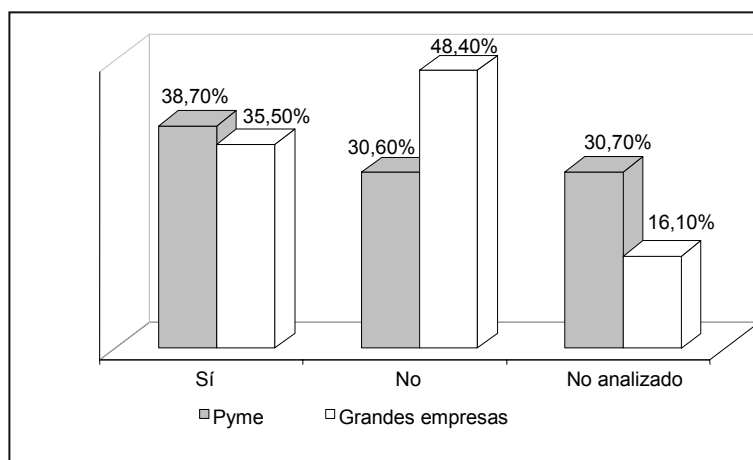


Fuente: IfM Bonn, 2003.

Implicancias de Basilea II para las pyme:

- Disposición para la transmisión de información, como pre-requisito al acceso de aceptables condiciones crediticias para lo cual será necesaria una activa, abierta y oportuna comunicación financiera con los organismos de financiamiento.
- Organización de actividades de auditoría y control. Sin embargo, en la mayoría de los casos de las pyme, los sistemas, instrumentos y la estructura organizativa para la presentación de la información necesaria, debe ser todavía adaptada.
- Elaboración de una estrategia empresarial, aunque el planeamiento estratégico pueda ser extraño para las pyme. Debe ser establecido para que pueda ser transmitida al exterior de la firma.

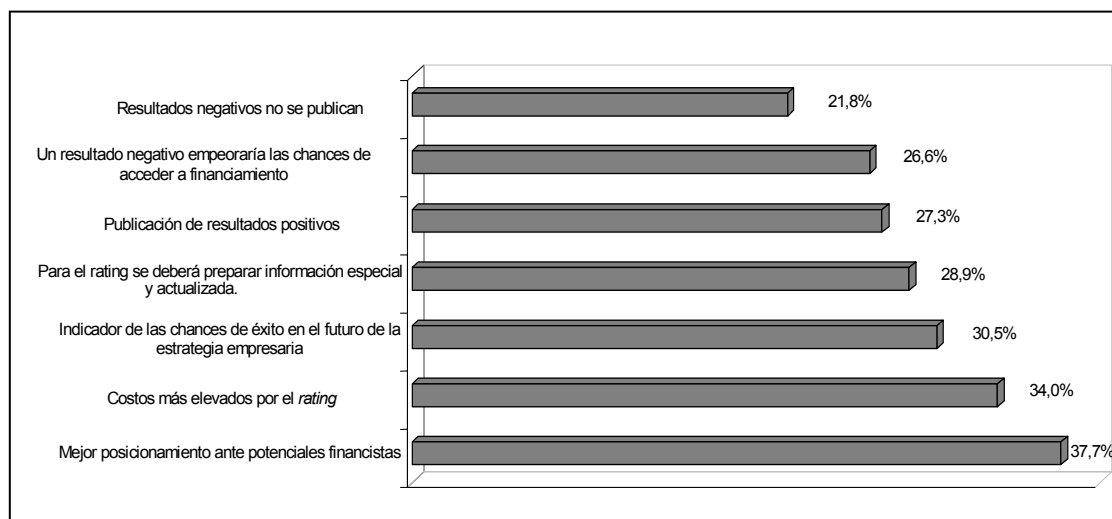
Gráfico 10
INFLUENCIA DE BASILEA II SOBRE EL FINANCIAMIENTO EMPRESARIO



Fuente: IfM Bonn, 2003.

Este cambio genera implicancias especiales porque ha sido tradicional en Alemania el fuerte relacionamiento entre las pyme y las entidades bancarias, en especial las cajas de crédito y los bancos cooperativos (Kayser, 2001).

Gráfico 11
EFFECTOS ESPERADOS DEL RATING SEGÚN BASELEA II



Fuente: IfM Bonn, 2001.

Desde los años noventa se intensificó el proceso de globalización que arrastró también a las propias instituciones financieras a competir en un mercado ampliado, atractivo para la diversificación de carteras pero evidentemente más riesgoso. Por lo tanto y luego de las crisis financieras de mercados emergentes sufridas en los últimos años las reglas de Basilea II establecen obligaciones de los bancos en el sentido de orientar el otorgamiento de préstamos según la valoración del riesgo implícito para cada operación individual.

La valoración del citado riesgo deberá basarse en un juicio individual sobre la calidad del tomador y sobre el documento que instrumente la operación, utilizando para ello el sistema de “rating externo” tradicionalmente circunscripto a grandes compañías con cotización pública.

5. Nuevos instrumentos financieros para las pyme en Alemania

Los instrumentos híbridos constituyen en el campo de las finanzas lo que el entrepiso es a la arquitectura. En Alemania en los últimos años se ha desarrollado el instrumento denominado Mezzanine Kapital con el objetivo de cubrir el espectro intermedio (híbrido) entre capital propio y deuda (Walther, 2003; Nathusius, 2000).

La emergencia de este tipo de instrumentos híbridos tuvo origen en los años setenta en Estados Unidos y Gran Bretaña como herramientas colaterales del negocio de los bancos (operaciones con alto rendimiento pero de elevado riesgo). En los años ochenta los instrumentos híbridos se transformaron en el vehículo ideal para concretar operaciones de MBO a la vez que se convirtieron en una alternativa para inversores que buscan altos rendimientos. En Alemania los instrumentos híbridos han tenido un importante desarrollo convirtiéndose en la actualidad en el tercer mercado en importancia a nivel mundial (Walther, 2003).

Mezzanine Kapital constituye la versión alemana de los instrumentos financieros híbridos cuya institucionalidad se otorga vía la emisión de títulos de participación para atraer inversores y la divisibilidad de la aplicación del fondo constituido en las pyme.

Entre ambos extremos (deuda y capital propio) existe una gran diferencia en plazo, garantía, seguridad, etc. Los instrumentos híbridos entonces vienen a cubrir un espacio financiero especialmente importante para empresas no cotizantes en la bolsa de comercio ya que representan medios financieros flexibles y dinámicos. Estos

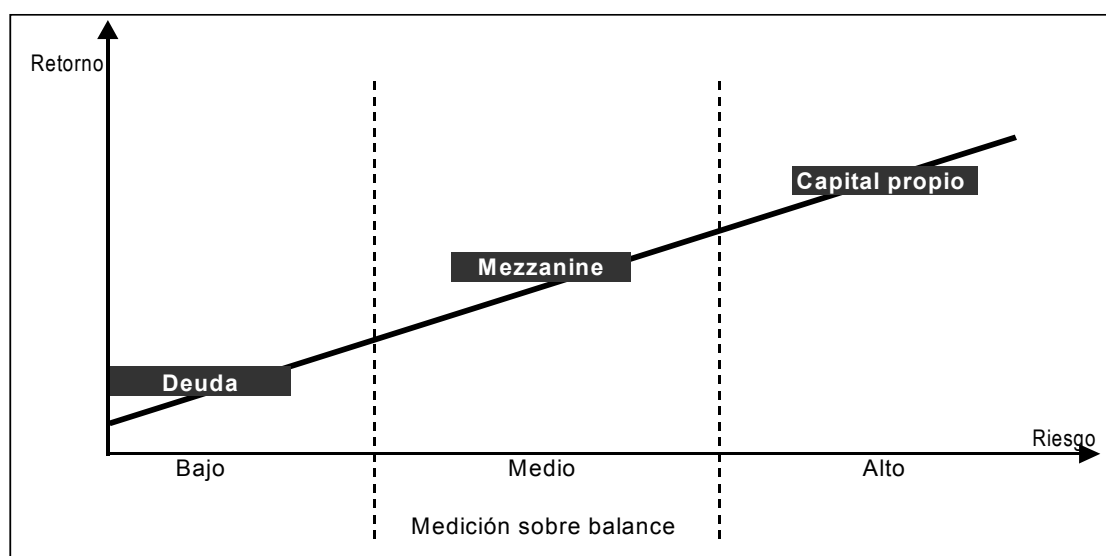
instrumentos se construyen individualmente “a medida” de los demandantes y se constituyen en puentes de relación con potenciales inversores. Este rol está adquiriendo especial importancia en estos últimos años en virtud de las nuevas reglas denominadas Basilea II que entrarán en vigor en el año 2006/2007 y que provocarán restricciones en el acceso a crédito bancario por parte de empresas no cotizantes en la bolsa.

Mezzanine Kapital se asimila a capital propio para las entidades financieras y por lo tanto acrecienta las posibilidades de acceso al mercado de deuda sin necesidad para la pyme de ingresar directamente al mercado de capitales. Por otra parte, los aportantes al fondo Mezzanine Kapital este instrumento significa rendimientos más elevados. De este modo se eficientiza el canal ahorro-inversión reduciéndose el efecto negativo de las diseconomías de escala en operaciones financieras para las pyme.

Tal como se ha comentado, en los últimos años en Alemania el acceso a financiamiento bancario tanto para nuevas empresas como para las pyme se ha vuelto cada vez más difícil. Los bancos tienden a racionar el crédito por lo que surgió el interrogante acerca si no hay alternativas al crédito bancario. Los bancos tratan de reducir el riesgo y a la vez que buscan mejorar la rentabilidad de sus negocios. Así es que han surgido chances para un sistema híbrido: el denominado Mezzanine Kapital.

Este sistema conocido tanto en Europa como en Estados Unidos aporta una ayuda a la relación riesgo-rendimiento. Mezzanine Kapital se ubica entre el préstamo (bancario) y el capital propio.

Figura 4
RELACIÓN RIESGO/RETORNO BAJO DIFERENTES FORMAS DE FINANCIAMIENTO



Fuente: Nathusius, 2000.

Mezzanine Kapital es un instrumento relativamente nuevo en Alemania que permite la salida del inversor mediante Buy-Outs y/o Buy-Ins al igual que buscar una expansión financiera.⁴⁵

⁴⁵ Amplía los límites establecidos por el tradicional préstamo bancario basado en el análisis de balance (Mason, 1998; Ascúa, 2001). En Alemania es práctica pensar como financiamiento en un máximo de 4 a 4,5 veces el pronosticado Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones de capital (EBITDA, del término en inglés *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*) según el sistema tradicional de análisis bancario (Nathusius, 2000).

Mezzanine Kapital opera como enlace entre el capital bancario y el propio capital en la relación riesgo-rendimiento. En Alemania la temática del Mezzanine Kapital sigue la orientación internacional.

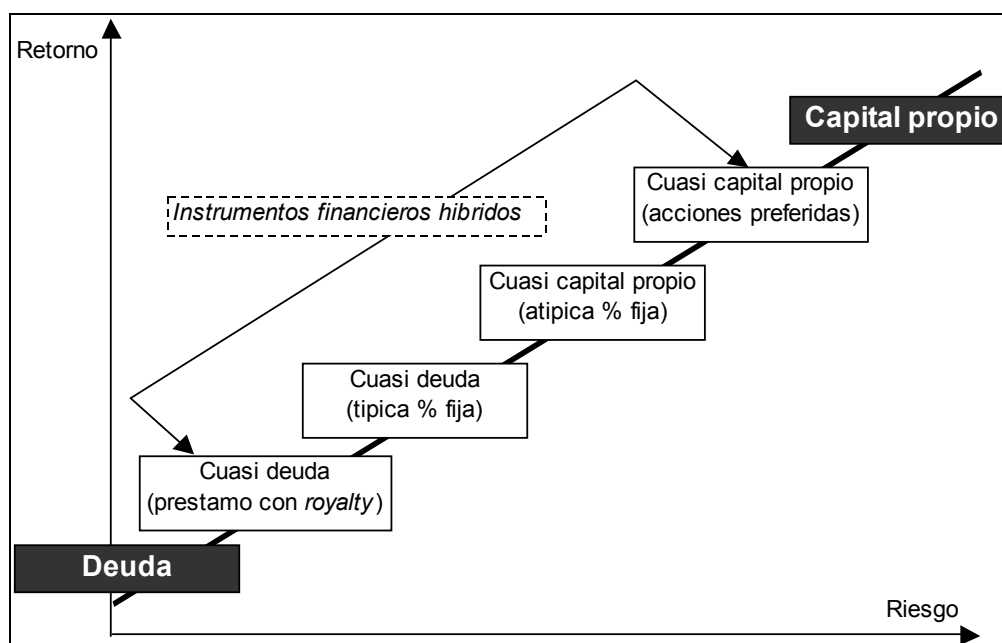
Los bancos para alcanzar un mejor ratio rendimiento-riesgo pueden ingresar en el negocio de financiar el proceso de creación de pyme, reemplazando el tradicional esquema de préstamos por la utilización de la vía de instrumentos híbridos de financiamiento. Por ejemplo, los *equity kickers* constituyen un vehículo probado para elevar el rendimiento con el correspondiente resguardo de los intereses de ambas partes, agente y principal.

Bajo ciertas condiciones esto también es válido para el capital propio-inversor. Este híbrido puede presentarse a través de por ejemplo de derecho de transformación, o sea opciones para obtener acciones preferidas. En Alemania hay instrumentos híbridos que combinan capital propio con ayuda para conseguir capital en forma de préstamos. Se pueden citar los siguientes tipos:

- Distinción según formas orientadas al mercado de capitales o a los privados.
- Distinción según la orientación hacia el rendimiento o a al crecimiento de valor.
- Distinción según cercanía al capital propio o a la deuda.
- Distinción según el ciclo de vida de la empresa.

Figura 5

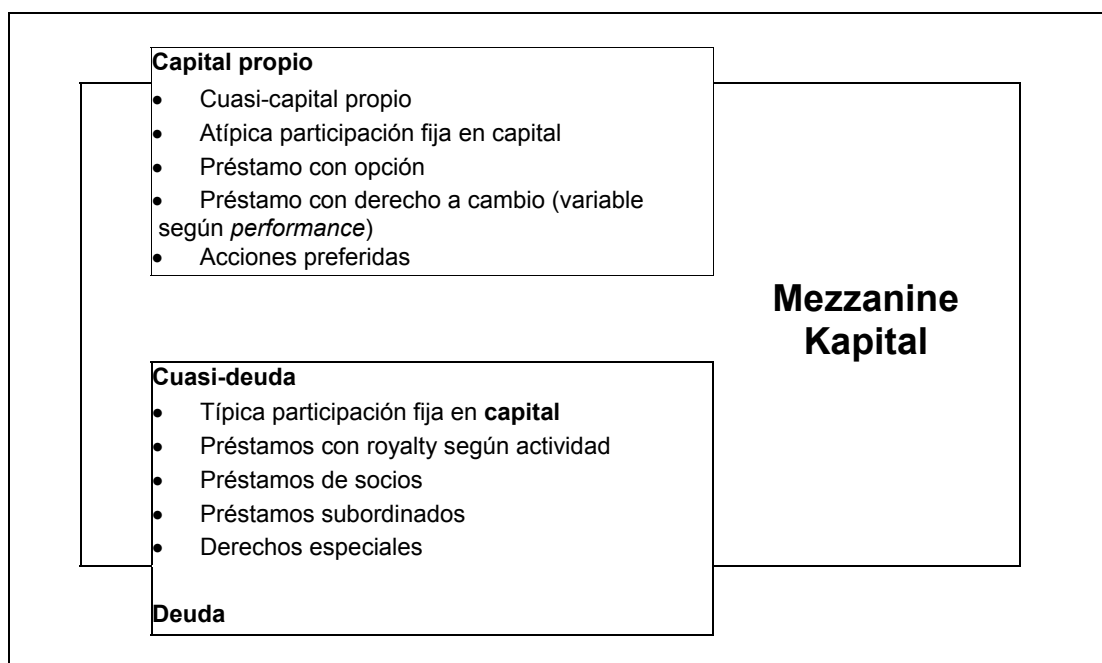
SENDERO DE LOS INSTRUMENTOS HÍBRIDOS EN LA RELACIÓN RIESGO/RETORNO



Fuente: Nathusius, 2000.

A su vez, una de las tendencias actuales del desarrollo del mercado se orienta hacia una intervinculación financiera ya que el capital “propio” externo financia no solo a las empresas sino también se transforma en proveedor de fondos del sistema Mezzanine Kapital.

Figura 6
MEZZANINE CAPITAL



Fuente: Nathusius, 2000.

En la ingeniería financiera, Mezzanine Kapital es un sistema derivado, sometido a la ocurrencia de algún hecho. A su vez, se compone de varios instrumentos o de la unidad o *mix* de posibilidades. Entonces, esto funciona para los prestamistas, para los fundadores de empresas como tomadores de financiamiento, para el *management* y para los socios.

Cuadro 10
ESQUEMA DE INTERESES

Financista	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgo adecuado al rendimiento
Tomador de financiamiento (empresa)	<ul style="list-style-type: none"> • Financiamiento estable y de largo plazo. • No servicio de capital en las primeras fases de desarrollo de la empresa. • Condiciones convenientes
Management	<ul style="list-style-type: none"> • Financiamiento estable y de largo plazo. • Condiciones convenientes • Atención a los principios de financiamiento • Participación en el éxito de la empresa
Socio	<ul style="list-style-type: none"> • Apalancamiento del capital propio mediante deuda. • Crecimiento del valor de su participación. • Evitar que se diluya su actual participación en la sociedad. • Canal de salida funcionando.

Fuente: Nathusius, 2000.

Cuadro 11

SITUACIÓN DE INTERESES SEGÚN FORMA DE FINANCIAMIENTO

Interesado	Situación de intereses	Instrumento financiero		
		FK	MK	EK
Financista	• Riesgo adecuado al rendimiento	-	+	+
Tomador de financiamiento (empresa)	• Financiamiento estable y de largo plazo.	0	+	+
	• Sin servicio de capital en las primeras fases de desarrollo de la empresa.	-	0	+
	• Condiciones convenientes	0	-	+
Management	• Financiamiento estable y de largo plazo.	0	+	+
	• Condiciones convenientes	0	-	+
	• Atención a los principios de financiamiento	0	0	+
	• Participación en el éxito de la empresa	-	0	+
Socio	• Apalancamiento del capital propio mediante deuda.	+	0	-
	• Crecimiento del valor de su participación.	0	0	+
	• Evitar que se diluya su actual participación en la sociedad.	+	0	-
	• Canal de salida funcionando.	0	0	+

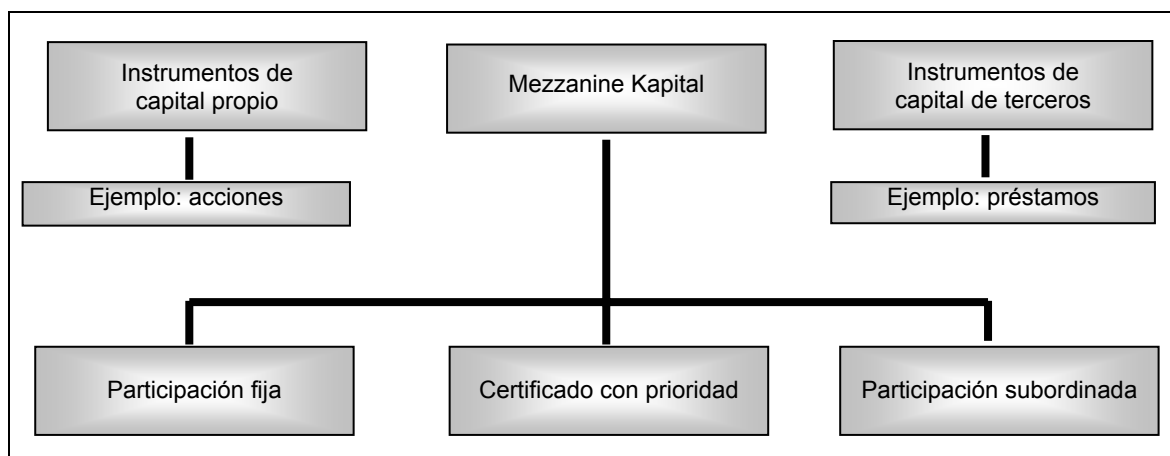
Fuente: Nathusius, 2000.

Notas: FK: Deuda, MK: Mezzanine Kapital, EK: Capital propio.

La estructuración financiera es un proceso complejo cuando se trabaja con varios instrumentos financieros. Para este proceso es de interés de los intervinientes conocer de antemano las distintas alternativas antes de decidir.

Figura 7

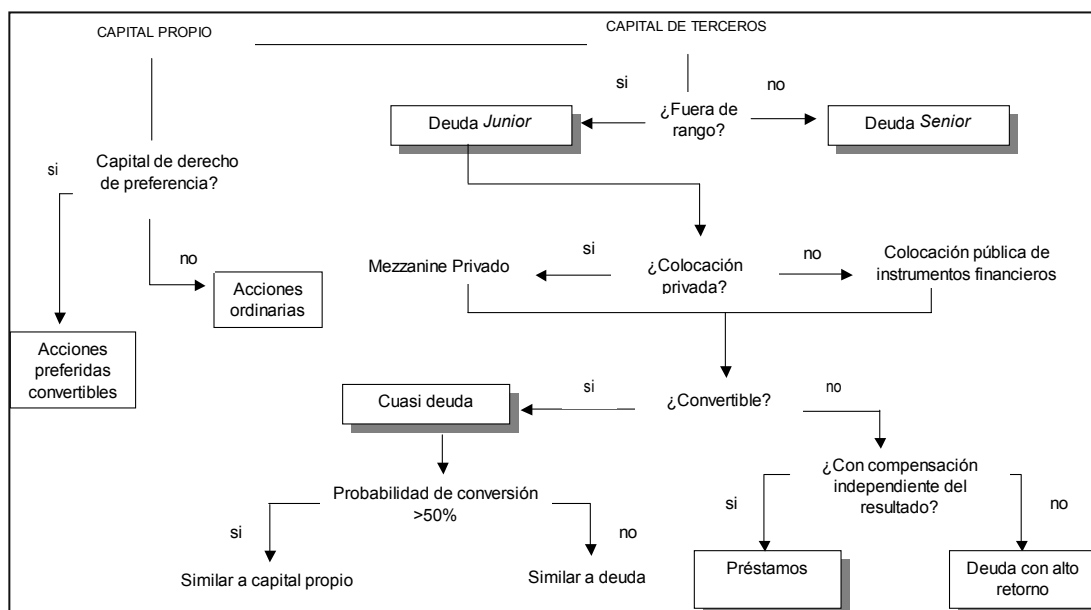
INSTRUMENTOS DE CAPITAL PROPIO, MEZZANINE KAPITAL,
INSTRUMENTOS DE CAPITAL DE TERCEROS



Fuente: IfM Bonn, 2003.

Figura 8

DEFINICIÓN Y LÍMITES DE MEZZANINE CAPITAL



Fuente: Walther, 2003.

La definición y la delimitación del sistema Mezzanine Kapital se presenta en el cuadro 12, el cual incluye un amplio espectro de alternativas entre los extremos, capital propio y deuda. La intensidad del acceso a las variables de Mezzanine Kapital depende de la dinámica del mercado de capitales (Walther, 2003).

Entre los tipos de Mezzanine Kapital se destacan (Betsch y Groh, 2000):

Cuadro 12

COMPONENTES DE MEZZANINE CAPITAL

Equity Mezzanine	Deuda Mezzanine
-Equity Mezzanine con opción a suscribir deuda.	-Préstamo "patriarcal"
-Equity Mezzanine con cobertura y/o garantía.	-Préstamo condicionado
-Naked warrants.	-Deuda con alto rendimiento
-Equity con derechos de conversión.	-Deuda con opción a transformarse en equity
-Equity con opción a suscribir deuda.	-Préstamo comercial
-Equity con subordinación según performance (equity kicker).	-Ganancia después de la construcción
-Genusscheine (acciones con premio especial).	-Zero bonds
-Participación "segura".	-Deuda con cotización pública (Obligaciones Negociables (ON))
-Sweet equity (acciones con condiciones preferidas –MBO/MBI–).	

Fuente: Betsch y Groh, 2000.

En el futuro y a causa de las normas conocidas como Basilea II los instrumentos financieros híbridos adquirirán especial importancia para las pyme. La restricción en el acceso al mercado de deuda y los requerimientos crecientes de capital propio impulsarán la utilización de este tipo de instrumentos (Walther, 2003; Kokalj y otros, 2003; IfM Bonn, 2003).

Sobre el particular y según el IfM Bonn las dificultades emergentes de Basilea II en el acceso al financiamiento según la apreciación de los empresarios pyme alemanes se concentrarían en una mayor exigencia de seguridad a ofrecer por parte de los tomadores de crédito y un más alto nivel de apertura de la firma (Kayser, 2003).

Ventajas del Mezzanine Kapital:

- Aumento de la proporción de capital propio.
- Crecimiento de la calidad crediticia.
- Mejora del *rating*.
- Expansión del espacio de acceso a financiamiento crediticio.
- Tasas de interés más bajas en préstamos.
- Mejores condiciones de refinanciación.
- Mejora directa de la situación de liquidez en el proceso de inversión y/o expansión.
- Protección ante una eventual licuación de la estructura preexistente de capital.

6. Basilea II en América Latina y en el sistema financiero argentino

Resulta pertinente incluir alguna mención a los efectos en América Latina del nuevo régimen establecido por el Comité de Basilea, ya que cerca de 130 países en todo el mundo adoptaron los criterios de Basilea I y que todos los bancos centrales de los países de América Latina calculan los requisitos de capital mínimo surgiendo a la metodología Basilea I.

El nuevo régimen apunta a reemplazar el sistema implantado en casi todo el mundo en 1988, que fue superado por las sucesivas crisis sistémicas producidas desde entonces (México 1994, Asia 1997, Rusia 1998). Tal como se ha señalado, el Nuevo Acuerdo Basilea II, cuyo documento de base fue aprobado a fines del mes de mayo del año 2004 y sería aplicado formalmente a partir de 2007, mantiene en el 8% sobre activos la pauta de requisitos mínimos de capital de reserva que un banco debe asumir para operar en un mercado, pero suma nuevos criterios de evaluación del riesgo crediticio y propone un régimen de transparencia mucho más amplio para el sistema.

En tal sentido, existe consenso acerca que Basilea II preocupa en especial a la actividad financiera, ya que el Nuevo Acuerdo afectará directa o indirectamente a todos los bancos. La aplicación de estas normas por parte de los grandes bancos internacionales conllevará que más del 90% de los flujos financieros internacionales sean alcanzados por estas nuevas disposiciones.

Así, el Nuevo Acuerdo adquiriría especial importancia en la región ya que en los sistemas financieros de América Latina se destacan las siguientes características (Llisterri, 2001; CEPAL, 2004; Tami, 2004):

- las fuentes de financiamiento proceden principalmente del sistema bancario, y es limitado el desarrollo de los mercados de capitales;
- el crédito al sector privado tiende a concentrarse en las empresas de mayor tamaño y en operaciones de corto plazo;
- al existir una selección negativa respecto de los demandantes de crédito que presentan un mayor riesgo relativo, los márgenes de intermediación son elevados, y exceden notablemente a los que rigen en los sistemas financieros más desarrollados;
- los mecanismos regulatorios presentan deficiencias, en grado diverso según los países, frecuentemente no tanto por la ausencia de normas sino por la insuficiencia de los mecanismos de supervisión, lo cual se refleja en deficiencias en el control de riesgos, en el grado de adecuación de los capitales a los niveles de riesgo y insuficiencias de las prácticas de provisionamiento por parte de los bancos, todo ello pese a que la mayoría de los países de la región ha adoptado las pautas del Acuerdo de Basilea I (1988);
- hay un relativo bajo nivel general de bancarización, consecuencia de que están excluidos de ella importantes sectores de actividad económica.

Recuadro 2 ¿QUÉ ES EL RATING?

El rating es una calificación elaborada por una empresa especializada (calificadoras de riesgo) para valorar a los emisores de deuda según su solidez financiera, su capacidad de pago a diferentes plazos de tiempo (largo/corto), y su vulnerabilidad ante teóricos cambios del entorno exterior.

Las Agencias de rating califican no solo a los emisores privados (empresas que solicitan financiación en los mercados mediante la emisión de títulos de renta fija) en sus distintas escalas de rating, sino que también califican la capacidad de pago de los diferentes países. Por ser esta valoración una medida externa e independiente del teórico riesgo futuro de impago por parte del emisor, los ratings suelen tener una relación directa con el precio de las emisiones. Así, a medida que la calificación empeora, los emisores (compañías o países) soportan una mayor prima de riesgo en sus emisiones.

Las calificaciones se dividen básicamente en dos grandes bloques:

Investment grade (o grado de inversión), que incluye a emisores cuya capacidad de pago es considerada adecuada, con diferente graduación dentro del propio *investment grade*, para diferenciar la mayor o menor fortaleza financiera.

Las calificaciones de *investment grade* para el largo plazo, salvando las diferencias de nomenclatura de las distintas Agencias, suelen variar entre AAA ó Aaa, y BBB ó Baa.

Speculative grade (o grado especulativo), que recoge aquellos emisores con un mayor riesgo que podría poner en peligro el cumplimiento de sus compromisos de pago.

Fuente: www.bcr.com.ar/capacitacion/; www.dlfa.com.⁴⁶

⁴⁶ Las calificaciones de riesgo varían entre: "Máxima Calidad" AAA+AAA; luego "Alta Calidad" AA+Aa1 y sucesivamente AA+Aa2 y AA+Aa3. Inmediatamente, en escala descendente, "Fuerte Capacidad de Pago" A+A1, A+A2 y A+A3 y "Capacidad Adecuada de Pago" BBB+Baa1, BBB+Baa2 y BBB+Baa3. Siguen "Pago Probable pero Incierto" BB+ Ba1, BB+Ba2, BB+Ba3; "Alto Riesgo" B+B1, B+B2 y B+B3; "Dudosa Probabilidad de Pago Oportuno" CCC+Caa1, CCC+Caa2 y CCC+Caa3 y por último "Incumplimiento" DDD (la nomenclatura puede variar levemente según la calificadora de riesgo).

Las Normas de Basilea II preocupan a los bancos establecidos en América Latina, alcanzando tanto a las pequeñas entidades como a los principales bancos estadounidenses y a los grandes bancos europeos (que ya han decidido aplicar el nivel más avanzado de Basilea II (Rodríguez Batlle, 2004a)). Ello es así, porque independientemente del tamaño de un banco la nueva norma afectará a todas las entidades, pero lo que más preocupa a los bancos internacionales de mayor tamaño es la consideración del Nuevo Acuerdo sobre el tema de la diversificación del riesgo.

En este aspecto los principales bancos con intereses en economías emergentes⁴⁷ han enviado sus recomendaciones al Comité de Basilea a fin de que se introduzcan modificaciones al documento-acuerdo base, ya que en la nueva norma existe tan solo un parcial reconocimiento de los beneficios de la diversificación (existen entornos en los que el modelo aplicado en Basilea II resulta muy restrictivo y deviene en cargo de capital demasiado elevado).

De esta manera, a instituciones bancarias extranjeras que tienen inversiones importantes en economías emergentes se les reconoce la peor calidad crediticia de las contra partidas, pero no, en cambio, la mejora en términos de diversificación de cartera. En este contexto, el uso del modelo propuesto en Basilea II es excesivamente restrictivo y desincentiva la diversificación.

De acuerdo con las conclusiones emanadas del Congreso de la Federación Latinoamericana de Bancos (Felaban) (México), aplicar el Acuerdo de Basilea II aumentaría los costos de las entidades que operan en América Latina y una mayor concentración del sistema en pocas entidades.⁴⁸ A su vez y si bien regiría desde 2007, es probable que en el futuro disminuya el flujo financiero externo hacia las economías emergentes ya que estas regulaciones basadas en la medición del riesgo implícito de las colocaciones activas impactan sobre los requisitos de capital de las entidades.

El problema es que aquellos criterios de evaluación se traducirán en mayores o menores requerimientos de capital para mantener en reserva según el riesgo que signifique operar en diferentes mercados o en distintos tipos de operaciones.

De allí que algunos bancos que operan en el mercado global hayan advertido al Comité de Basilea (encargado de fijar las reglas) la necesidad de incluir en la evaluación los beneficios que significa operar en mercados diversificados, que se traduce en un menor riesgo promedio.

Sobre esta problemática Griffith-Jones y otros (2004) demostraron la hipótesis que la relación riesgo/rendimiento de una cartera de préstamos diversificada que incluye tanto regiones desarrolladas como regiones emergentes y en desarrollo es más eficiente que la de una cartera concentrada exclusivamente en países desarrollados. Es decir que el nivel general de riesgo de la “cartera diversificada” ponderado por las pérdidas contingentes debería ser menor.

Es evidente que la adopción de los nuevos criterios Basilea II tendrá sin duda un impacto sobre el flujo de capitales hacia los países emergentes. Se corre el riesgo de desincentivar a los bancos globales a mantener su interés en estos mercados. Los banqueros de la región temen que una imputación excesiva de capital por el deficiente reconocimiento de la diversificación internacional de un banco reduciría el atractivo relativo de las inversiones en países emergentes (Rodríguez Batlle, 2004a; 2004b; Tami, 2004).

Por ejemplo, en el trabajo de Segoviano y Lowe (2002) en el que se aplica el método IRB para el sistema financiero de México en los años 1994 y 1996,⁴⁹ los requerimientos de capital para el sistema hubieran sido un 40% mayor y podrían haberse duplicado para varias entidades. Con las

⁴⁷ En especial los bancos españoles con fuertes inversiones en América Latina durante los años noventa han manifestado su preocupación en tal sentido.

⁴⁸ Seminario Felaban "El nuevo acuerdo de capital de Basilea: retos y oportunidades para las Américas," julio 2004.

⁴⁹ Se podría argüir que el período analizado constituye uno de los más críticos para la economía de México de la década pasada, lo que agravó las conclusiones.

reformas incluidas últimamente en el Nuevo Acuerdo (tercera ronda) ese impacto se reduce a un tercio (Rodríguez Batlle, 2004a).

Según los criterios de evaluación propuestos, operar con países que no tienen calidad de grado de inversión⁵⁰ implicaría subir hasta el 50% los requisitos de capital (Felaban, 2004). En consecuencia, sólo habría fondos para aquellos países o proyectos cuya rentabilidad pueda cubrir ese mayor costo. Entonces, o se reduce el volumen de los fondos o se accede a un costo mucho más elevado para quienes los utilicen.

Por tal motivo, será clave una adecuada y progresiva implementación de Basilea II en una región que tiene una gran necesidad de flujos de capital externo y de una mayor penetración de la banca entre la sociedad (Felaban, 2004).

Hay grandes brechas con el mundo desarrollado. Entonces, se debería tener en cuenta al momento de la implementación del acuerdo que no se afecte negativamente a las economías de la región.

Desde el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria se sostiene una visión diferente ya que se está poniendo excesivo énfasis en el capital regulatorio de los bancos. Pero las decisiones de cada banco van más allá, en función de su interés individual por estar en un determinado mercado, sus productos y sus precios.

Aunque el requisito propuesto de capital mínimo sigue siendo del 8% sobre activos, y a pesar que en muchos sistemas financieros de América Latina hoy ese porcentaje es aun superior, la relevancia de la calificación de riesgo y otorgamiento de rating a las carteras activas de las entidades encierra una alta probabilidad de reducción de la cobertura de los pasivos (depósitos) por activos (préstamos) lo que conduce inevitablemente al aumento de la necesidad de capital propio.

La metodología IRB proporciona un incentivo para que los bancos internacionales mantengan un portafolio de préstamos de bajo riesgo y reduzcan su presencia en materia crediticia en los países menos desarrollados.

Una preocupación específica es la relativa al financiamiento de proyectos en los países en vías de desarrollo. Las propuestas de Basilea II asumen que el financiamiento de proyectos implícitamente es más riesgoso que efectuar préstamos corporativos, empresas públicas, entre otros. Esto implicaría entonces un mayor requerimiento de capital mínimo para ingresar en esa franja de préstamos. Indudablemente que esta regulación es problemática para los países en desarrollo, que requieren crecientes inversiones privadas en producción e infraestructura.

Para un país como la Argentina, que para sostener el crecimiento económico necesitará reactivar el ingreso de capitales externos hacia el país, resulta esencial la evaluación de riesgo que realicen los bancos internacionales a la hora de prestar, ya sea a sus filiales locales, a los bancos y empresas nacionales y, mucho más aun, al Estado.

A su vez, la crisis financiera argentina que estalló a fines del 2001, debido a su magnitud provocó la salida violenta del cumplimiento de las normas técnicas emanadas de Basilea I. Gradualmente el sistema financiero argentino está restaurándolos y según el BCRA continuará avanzando hacia Basilea II, aunque a un paso más lento que el internacional. En tal sentido se prevé su aplicación plena en Argentina para el año 2010, aunque se espera que desde el BCRA se vayan adoptando medidas graduales en pos de alcanzar tal objetivo (Figueroa y otros, 2003).

En tal sentido, se considera que los bancos con actuación internacional comenzarán en breve a aplicar el Nuevo Acuerdo.⁵¹ Se podría suponer que un pequeños grupo de entidades comenzará a

⁵⁰ Corresponde a títulos de deuda estatales y/o corporativos de primera categoría (*investment grade*), es decir que cuentan con clasificaciones crediticias de AAA a BBB (riesgo bajo y/o medio). En Latinoamérica, Chile y México se ubican actualmente en esta categoría.

⁵¹ En especial los bancos extranjeros con actuación en Argentina están en condiciones de aplicar el IRB.

corto plazo a aplicar su modelo propio de evaluación de riesgo mientras que la mayoría de los bancos continuará con las normas actuales pero con el cargo de un adicional de capital por riesgo operativo.

Para el caso particular del sistema financiero argentino, luego de la crisis del año 2002, se ha producido un éxodo importante de bancos extranjeros cambiando la tendencia de los años noventa. En estas decisiones han influido lateralmente la necesidad de ir contabilizando los riesgos de mercado inherentes a Argentina en el cumplimiento de los requisitos de capital incluidos en Basilea II.⁵²

Por último, hay tres cuestiones relativas al Nuevo Acuerdo y los sistemas financieros en Latinoamérica que por su relevancia merecen ser destacadas:

- El Nuevo Acuerdo **podría acentuar el carácter procíclico del comportamiento del sistema financiero**. Si los requerimientos de capital son más sensibles a la medición del riesgo, y si el riesgo tiende a crecer en los períodos coyunturales de recesión y/o depresión, los bancos pueden verse animados a reducir su actividad crediticia justo cuando la economía real es más vulnerable. Tanto las calificaciones externas (que aplican el método *standard*) como las resultantes de las evaluaciones internas conducirán a una contracción del crédito en las etapas recesivas del ciclo económico, potenciándose ambos efectos lo que provoca un agravamiento de la crisis (o dicho de otro modo, genera una mayor volatilidad del mercado financiero).

El Comité de Basilea considera que este tipo de comportamiento procíclico es endémico a los sistemas financieros, y no es sólo el resultado de los requerimientos reguladores (Heinrich, 2003). La única mención importante que hace el Comité sobre el particular es que no sería recomendable utilizar mediciones del riesgo de crédito que sean excesivamente vulnerables a las revisiones a corto plazo.

- El Nuevo Acuerdo estaría concediendo un rol dominante a la acción de las empresas calificadoras de riesgo. Aparece como incentivo para que los bancos bajen los requerimientos de capital realizando préstamos a entidades que tienen un alto rating.

Es evidente que en muchos países emergentes se cuenta con una escasa difusión de estas agencias calificadoras (ratings) a la vez que subyacen dudas con respecto a la calidad de las decisiones adoptadas por estas agencias de calificación. Además, diversas autoridades de supervisión bancaria han señalado la escasa relevancia de las calificaciones externas para los riesgos empresariales y los problemas potenciales asociados a las calificaciones privadas y públicas de riesgos soberanos.

También hay estudios que temen que al reducir las posiciones con riesgos específicos, se amplíe su exposición al riesgo sistémico, y poniendo también en riesgo los fondos de seguros de depósitos.

Si bien el Comité de Basilea, atendiendo a estas consideraciones incorporó en su tercer documento consultivo la posibilidad de que el uso de calificaciones externas para riesgos corporativos queda a juicio de la autoridad de contralor nacional, no constituyéndose por lo tanto en un elemento esencial y/u obligatorio del método estándar.

Aunque nadie puede refutar que las decisiones acerca de la concesión de créditos deberían basarse en evaluaciones rigurosas sobre el crédito, y que las autoridades de supervisión financiera deben tener a su alcance los medios de examinar la forma en la que los bancos gestionan este riesgo de crédito. Asimismo se supone que con el Nuevo Acuerdo debería

⁵² A diciembre del año 2001 dentro de los primeras 20 instituciones financieras de Argentina se contaban con 12 entidades de capital extranjero (45,5% del total de depósitos) mientras que a diciembre del año 2004 ese registro se redujo a 7 bancos (27,6% del total señalado). Para la comparación se utilizó ranking por depósitos que elabora el BCRA.

existir un incentivo importante para que se estimule el desarrollo de calificaciones de gran calidad y que fomente una mejores evaluaciones internas del crédito.

- En relación al tema central de esta investigación, el Nuevo Acuerdo penalizaría a las pyme. Si bien el Nuevo Acuerdo busca equiparar las tenencias de recursos propios con el riesgo, y no la de beneficiar a ningún sector concreto de la economía, en un principio consideró por igual a todo tipo de operaciones de préstamo. Luego de las rondas de consultas realizadas el Comité de Basilea ha revisado los riesgos de financiación para las pyme y ha modificado su propuesta inicial. El Comité ha reconocido que sería injusto tratar de la misma manera préstamos a todo tipo de empresas, sean grandes o pequeñas, y que eso significaría ignorar aspectos importantes de los riesgos asociados con exposiciones frente a las pyme.

Así, el método estándar dentro de Basilea II ahora también incluye un tratamiento específico para las operaciones minoristas, entre las que se incluiría a las operaciones dirigidas a las pyme.

La relevancia de las pyme en las economías nacionales reside no sólo en su contribución y participación en los procesos de producción y crecimiento, sino también en su capacidad generadora de empleo. Por ello, han recibido y reciben apoyo de los gobiernos y de las instituciones financieras de desarrollo y tienen un reconocimiento especial, aunque modesto, en las nuevas normas de Basilea II. Ello es así, ya que en reconocimiento a las características asociadas a las pyme, bajo los esquemas IRB los bancos están autorizados a distinguir los préstamos a las grandes empresas de los de las pyme. En este caso, la exposición con relación a las pyme recibe un menor requerimiento de capital de hasta el 30% según el tamaño del prestatario, lo que en definitiva puede significar una reducción aproximada del 10% en el total de los préstamos a las pyme (Rodríguez Batlle, 2004b).

Resulta interesante señalar que si bien a priori podría aparecer como efecto directo de la aplicación del Nuevo Acuerdo un nuevo justificativo de selección adversa para las pyme al momento de negociar el acceso a financiamiento, Griffith, Segoviano y Spratt (2002) demostraron que para una muestra de pyme⁵³ los requerimientos de capital emergentes de la aplicación de las nuevas normas eran menores que para las empresas grandes. Emerge en tal caso la necesidad de profundizar el análisis de manera de cumplir los requerimientos tanto de evaluación de riesgo operativo como crediticio. Esta conclusión conduciría a pensar en factores mitigantes al ya conocido factor negativo en el acceso al financiamiento de las pyme: la influencia de los costos estructurales de análisis e información ante operaciones de pequeño tamaño (Mason, 1998; Ascúa, 2001).

⁵³ Se trata de una muestra que seguramente no es representativa del tipo de pyme prevaletentes en América Latina. También surge del trabajo de Griffith, Segoviano y Spratt (2002) que para cierto tipo de empresas grandes los requerimientos de capital también aumentarían con el Nuevo Acuerdo.

7. Enseñanzas para el caso argentino

Aunque en los últimos años las políticas de promoción y desarrollo para las pyme han experimentado cambios importantes en cuanto a los instrumentos utilizados y a la participación de los agentes públicos y privados. Dichas políticas han dejado de lado los instrumentos de naturaleza proteccionista para enfatizar en una relación más equilibrada entre los mecanismos de intervención pública y la dinámica del mercado. Se trata de políticas para ayudar a las empresas a competir, mejorar su eficiencia y reforzar la capacidad de gestión; todo ello con el objeto de integrarse en un mundo globalizado y obtener una mayor vinculación con las cadenas productivas.

Los gobiernos han transformado la antigua política de préstamos y subsidios, que en muchos casos eran indiscriminados, en un abanico de medidas que buscan facilitar el acceso de las pyme a los mercados financieros privados en condiciones similares a las de la gran empresa. Para ello se han desarrollado políticas de préstamos focalizados en ciertos segmentos de las pyme, conformación de sociedades de garantías recíprocas que tienen por objeto mejorar las condiciones de acceso al crédito y alcanzar, en proyectos viables, los niveles de tasas de interés y plazos más favorables en el mercado financiero. En tal sentido la acción de la Subsecretaría de la pequeña y mediana empresa (Sepyme) se ha encaminado en los últimos años en la antes citada dirección, que sin llegar a ser suficiente constituye una excepción en la política económica de la última década.

Luego de la crisis del año 2002 y pese al protagonismo que supuestamente debía asumir el crédito a las pyme, en especial hacia las exportadoras, en el proceso de recuperación de los préstamos desde fines del año 2003, las pyme siguen sufriendo las mismas restricciones vigentes en la etapa anterior a la crisis en el acceso al financiamiento.

Recuadro 3

RESTRICCIONES EN EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO DE LAS PYME

Costos fijos de los préstamos: Otorgar préstamos es una actividad con importantes costos fijos relacionados especialmente con su evaluación previa, pero también con su supervisión y recupero. En operaciones pequeñas los costos fijos asumen mayor importancia lo que conduce a los bancos a solicitar mayores tasas de interés o directamente a no analizar el caso.

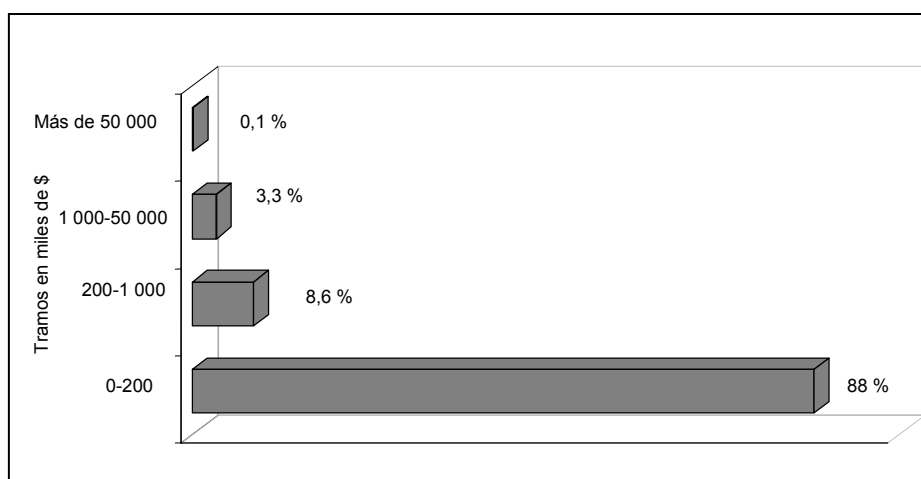
Debilidad jurídica de los contratos: Existe especialmente en América Latina una protección imperfecta al acreedor ante la necesidad de litigar por recupero de préstamos y/o de liquidación de garantías (Cristini y otros, 2001; Banco Interamericano de Desarrollo, 2004).

Asimetrías de información: Selección adversa y Riesgo moral. La teoría de la agencia es el marco teórico utilizado para entender el financiamiento de las pyme (Jensen y Meckling, 1976; Mason, 1998). El otorgamiento de financiamiento es un contrato, siendo el banco el principal y la pyme es el agente. Al extender un préstamo, el banco está realizando una inversión en el empresario y esperando un retorno en la forma de tasas de interés y reembolso del capital inicial. Aunque el principal tenga la expectativa de que sus intereses sean protegidos por el agente, ello no queda firmemente asegurado al existir oposición de intereses, por lo que para intentar mitigar el riesgo el banco debe evaluar. No obstante, esto no constituye una tarea sencilla debido a que una parte (el banco) no sabe o no puede detectar la información necesaria para asegurar el proceso decisorio, produciéndose asimetría en la información cuya consecuencia es la caída en “zona de selección adversa” (Akerlof, 1970; Stiglitz y Weiss, 1981). Los bancos no pueden verificar *ex_ante* la información relevante y necesaria para tomar la decisión de otorgar financiamiento.

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 12

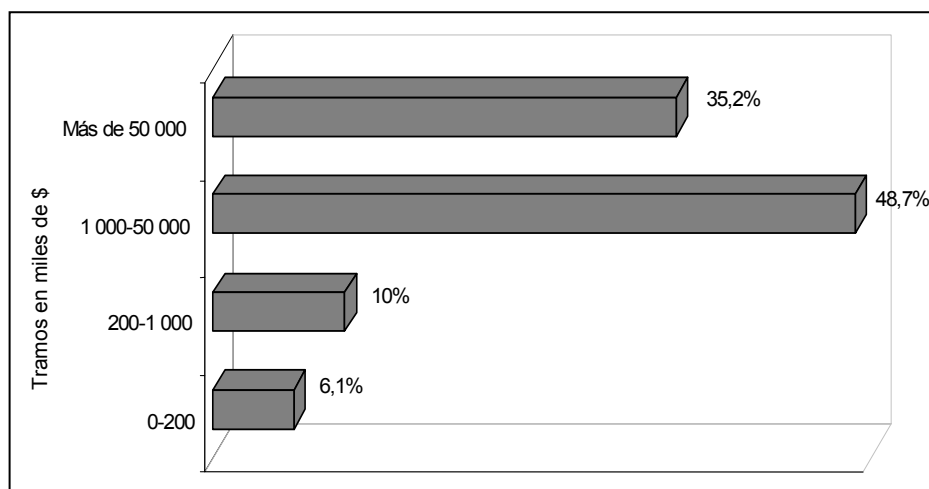
ARGENTINA: DEUDA BANCARIA POR TRAMO (JUNIO, 2004). CANTIDAD DE EMPRESAS POR TRAMO



Fuente: BCRA, 2004.

La percepción de existencia de demanda de financiamiento lo da la importante cantidad de solicitudes que tanto las autoridades nacionales como los bancos han recibido para canalizar líneas como crédito italiano, fopyme, subsidio de tasas, entre otras.⁵⁴ Sin embargo, la participación en el total de préstamos de los destinados a las pyme se mantiene en niveles históricamente bajos: apenas explican un 6% del total de operaciones de préstamos vigentes de un volumen agregado tres veces menor al stock de préstamos al 31 de diciembre de 2000.

Gráfico 13
ARGENTINA: TRAMOS PORCENTUALES, MONTOS DE DEUDA BANCARIA (JUNIO, 2004)



Fuente: BCRA, 2004.

Es obvio que el *gap* de oferta y demanda de financiamiento para las pyme obedece en buena medida a la normativa crediticia vigente que no incentiva el acercamiento de los bancos a las pyme. En realidad se mantiene el espíritu de las normas crediticias del BCRA de los años noventa, con un manifiesto sesgo pro-corporación, toda vez que obligaban a los bancos a hacer mayores provisiones por los préstamos dados a las pyme, a partir de considerarlas como más riesgosas y a la necesidad de evaluar nuevos cambios que sirvan de puente entre los bancos y este tipo de empresas, que son las mayores generadoras de empleo.

Con este propósito se hace necesario “aggiornar” la aplicación de la legislación de manera que otorgue un mayor incentivo a los bancos para atender a las pyme tratando de mitigar la actual condición de entidades financieras multipropósito. En el mundo la experiencia indica la necesidad de especialización de la actividad financiera, por ejemplo en atender empresas pequeñas.

Lo anterior permite examinar con mayor grado de profesionalidad, las normas de regulación y supervisión aplicables a las pyme en materia de requisitos de capital y provisiones, buscando soluciones más creativas para lograr los objetivos antes detallados.

Como se ha señalado en las secciones anteriores, en Alemania también las pyme deben enfrentar dificultades en el acceso al financiamiento, aunque existen una serie de instrumentos financieros tradicionales que se han desarrollado con eficiencia:

- Banca estatal de fomento.
- Sistemas de garantía mutua.
- Acceso al sistema financiero especialmente vía bancos cooperativos y cajas de crédito.

⁵⁴ www.sepyme.gov.ar.

Por otra parte, también se ha señalado que luego de un inicio muy prometedor en la segunda mitad de la década pasada, el mercado de capitales para las pyme ha registrado una caída fenomenal con la desaparición del denominado *Neuer Markt*.

A su vez, en los últimos años la señalada característica de acceso de las pyme al financiamiento bancario está siendo amenazada por la puesta en vigencia del Nuevo Acuerdo de Basilea II, lo que ha movilizado a los bancos, instituciones de apoyo a las pyme, centros de investigación, etc. y obviamente a las propias firmas a profundizar el conocimiento de este Nuevo Acuerdo y sus implicancias.

Si bien en Argentina la aplicación de Basilea II aparece como algo relativamente lejano,⁵⁵ sería importante que desde el ámbito de la política pública se vaya generando difusión sobre sus consecuencias para las pyme.

En tal sentido, emerge como necesario el análisis de medidas conducentes a una mayor generalización de la acción de las empresas calificadoras de riesgo, las cuales tendrán un papel de creciente relevancia al momento de otorgar ratings de riesgo a las operaciones de financiamiento que otorguen los bancos.

Las calificadoras de riesgo,⁵⁶ como ya se ha indicado con anterioridad, son empresas especializadas que tienen por objetivo satisfacer la demanda de información del público inversor mediante la calificación de riesgo de los títulos valores a colocarse a través del régimen de oferta pública.

En Argentina es evidente la necesidad de incrementar el número de calificadoras de riesgo con el objeto de permitir un más fácil acceso a dicha calificación y de esa manera disminuir el grado de incertidumbre en la asistencia financiera a las pyme.⁵⁷

A su vez, también resulta claro que tanto para el régimen de cotización pública y acceso al mercado de capitales como para el futuro devenir del accionar bancario bajo Basilea II, las pyme necesitarán contar rating de calificación de riesgo. Entonces, surge el interrogante acerca de las chances que tendrán las pyme de acceder a esa calificación de riesgo por parte de firmas que hasta el presente se han especializado en riesgos soberanos y grandes corporaciones.

También resulta aleccionador para el caso de las pyme argentinas, la emergencia en Alemania de:

- Empresas de VC y/o de participaciones de capital y;
- los **instrumentos híbridos**, que en Alemania se han difundido con la denominación de Mezzanine Kapital.

Resulta interesante detenerse sobre este último punto ya que en Alemania recién en los últimos años se ha desarrollado bajo este concepto el instrumento denominado Mezzanine Kapital con el objetivo de cubrir el espectro intermedio (híbrido) entre capital propio y deuda (Walther 2003; Nathusius, 2000).

Los instrumentos híbridos entonces vienen a cubrir un espacio financiero especialmente importante para empresas no cotizantes en la bolsa de comercio ya que representan medios financieros flexibles y dinámicos.

Estos instrumentos se construyen individualmente “a medida” de los demandantes y se constituyen en puentes de relación con potenciales inversores. Este rol está adquiriendo especial

⁵⁵ El Nuevo Acuerdo sería de aplicación plena a partir del año 2010 en Argentina.

⁵⁶ En Argentina el Decreto 656/92 y sus modificatorias regula la acción de las Calificadoras de Riesgo, las cuales se rigen bajo la fiscalización de la Comisión Nacional de Valores.

⁵⁷ En el año 1997 se registra un antecedente en el ámbito de la Subsecretaría de Industria de la Nación de creación del Programa de Promoción de Calificadoras de Riesgo pyme, el cual no llegó a implementarse.

importancia en estos últimos años en virtud de las nuevas reglas denominadas Basilea II que entrarán en vigor en el año 2007 y que provocarán restricciones en el acceso a crédito bancario por parte de empresas no cotizantes en la bolsa.

Mezzanine Kapital se asimila a capital propio para las entidades financieras y por lo tanto acrecienta las posibilidades de acceso al mercado de deuda sin necesidad para las pyme de ingresar directamente al mercado de capitales. Por otra parte, para los aportantes al fondo Mezzanine Kapital este instrumento significa rendimientos más elevados. De este modo se eficientiza el canal ahorro-inversión reduciéndose el efecto negativo de las deseconomías de escala en operaciones financieras para las pyme.

Hasta el presente hay escasa literatura sobre los instrumentos financieros híbridos, en especial en lo que hace a su aptitud en la conformación de nuevas empresas. En la sección 5 se presentó la potencialidad de los instrumentos financieros híbridos, estando Alemania lejos de agotar este modelo. En Argentina la comunidad privada financiera no está muy imbuida de estos instrumentos y aun no hay iniciativas para desarrollar estos productos.

Teniendo en cuenta la experiencia alemana, entonces emergen como ideas-fuerza a seguir:

- Desarrollo de una batería de instrumentos en función de los grupos de interés, las premisas y reglas que contextualizan la tarea de ingeniería financiera para nuevas pyme.
- Estructuración de una “caja de construcción” de componentes financieros, que entre el capital propio y la deuda, se ubique el híbrido Mezzanine Kapital.
- Desarrollo de un grupo de soluciones *standard* y de modelos de contratos para la formación de nuevas pyme.

También resulta interesante para Argentina, el hecho que en Alemania el capital propio en algunos casos de las pyme cotizantes ha registrado índices de participación superior al verificado en empresas grandes (Ruda, 1997). Asimismo, la mayoría de las pyme no trasciende las fronteras de tamaño aún en el largo plazo. A su vez, la dinámica de este tipo de empresas se pone de manifiesto en la tasa de creación de empleo y en la introducción de innovaciones, proceso que ha ido generando crecientes demandas de capital.

Por lo tanto, si un instrumento financiero debe diseñarse especialmente para las pyme, el mismo debería tener en cuenta los intereses de los inversores y esas necesidades de capital que las pyme deben enfrentar (Ruda, 2003). Las características a seguir por estos instrumentos han sido empíricamente investigados (Wossidlo, 1990):

- Oferta de capital con los objetivos de financiar permanentemente el riesgo, asumiendo primero deudas y cubriendo las pérdidas.
- Independencia de la figura jurídica y flexibilidad si ésta debe ser cambiada.
- Compatibilidad de intereses, especialmente para mantener la independencia de los emprendedores “típicos” en las pyme.
- Mejora de la credibilidad.
- Un alto grado de estandarización.
- Habilidad para atraer un largo número de inversores.

En el proceso señalado de mayor acceso por parte de las pyme alemanas al VC y/o instrumentos híbridos, se han diseñado figuras jurídicas que involucran tanto al VC como a los híbridos (Mezzanine Kapital) en su especificidad, de manera de reducir los riesgos inherentes a la

actividad financiera y evitar las asimetrías discriminativas derivadas de la legislación, en especial en todo cuanto hace al tratamiento fiscal.⁵⁸

Luego de la crisis del año 2002, se abrió un abanico de oportunidades para nuevos instrumentos financieros, entre los que se destacaron los fideicomisos financieros con cotización pública, es decir bajo el contralor de la Comisión Nacional de Valores. La cotización pública es relevante ya que en Argentina, una de las fuentes más importantes de ahorro de largo plazo la administran las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP), es decir los aportes de los futuros jubilados. Este cúmulo de ahorros legalmente sólo puede invertirse en instrumentos (títulos valores y/o colocaciones financieras) que tengan calificación de riesgo *investment grade*.

Al solo efecto informativo, en el año 2004 se emitieron 77 fideicomisos financieros con cotización pública por un monto de \$1.623 millones, de los cuales se dirigieron para las pyme⁵⁹ sólo el 2,7%, siendo el resto securitización de préstamos de consumo (Gainvest, 2004).

Una mejora en la dotación de capital propio en las pyme es imprescindible para la introducción de innovaciones. A su vez, el proceso de globalización, bajo el cual las pyme tienen que hacer frente a crecientes necesidades de inversión en gastos de investigación y desarrollo, lanzando nuevos productos y/o procesos y desarrollando sus recursos humanos. Todo esto justifica ampliamente las necesidades de instrumentos especialmente diseñados para las pyme que incrementen su acceso y disponibilidad de capital propio.

⁵⁸ En este párrafo se hace alusión al vacío legal existente en Argentina tanto sobre VC como Instrumentos Híbridos. A su vez, también se hace referencia al tratamiento fiscal discriminativo a favor de la actividad bancaria en el caso de los fideicomisos financieros.

⁵⁹ Se trata de 5 fideicomisos organizados por Garantizar, Sociedad de Garantía Reciproca (SGR) dirigido a las pyme productoras de bienes agrícolas de exportación.

Bibliografía

- Akerlof, G. (1970), “*The market for lemons: qualitative uncertainty and market mechanism*”. *Quarterly Journal of Economics*, 89.
- Albach, H. (1995), “*Finanzierungspolitik mittelständischer Unternehmen*” in Gerke, W., Steiner, M. (Ed.) “*Handwörterbuch des Bank und Finanzwesens*” Stuttgart.
- Ascúa, R. (2001), “La revalorización del rol de las garantías en el proceso de acceso al crédito bancario de las pequeñas y medianas empresas.” Centro de Estudios Fundación Potenciar, Universidad de Ciencias Empresariales y Sociales (UCES), 6ª Reunión Anual de la Red pymes Mercosur.
- Banco de Pagos Internacionales (2004), “Convergencia internacional de medidas y normas de capital”, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Marco Revisado junio 2004, versión Español.
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (2004), “Desencadenar el crédito.” Informe 2005 Progreso Económico y Social en América Latina.
- BCRA (2004), Información de Entidades Financieras.
- Betsch, O. y Groh, A. (2000), *Lutz Lohmann. 2. Aufl. Vahlen. München.*
- Bowley, (1998), “*Venture Capital. The excitement is palpable*” in *Financial Times*, junio 24.
- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (2003), “*BVK Statistik 2003*”.
- Bygrave, W. y Timmons, J. (1992), “*Venture Capital at the crossroads*” *Harvard Business School Press*, Boston.
- CEPAL (2004), “Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2002-2003” Santiago de Chile.
- Chesbrough, H. (2002), “*Making sense of corporate Venture Capital*” *Harvard Business Review March 2002. Volume 80. Number 3: 90-106.*
- Christofidis C. y Debande, O. (2001), “*Financing Innovative Firms through Venture Capital*”, *EIB Sector Papers, PJ/ Industry & Services.*
- Coopers y Lybrand, (1996), “*The economic impact of Venture Capital in the UK*” *British Venture Capital Association*, Londres.

- Cristini, M.; Moya, C. y Powell, C. (2001), "The importance of an effective legal system for credit markets: the case of Argentina." IADB, febrero, 2001.
- Deutsche Börse (2001), "Regelwerk Neuer Markt" Frankfurt am Main.
- ____ (1999), "Ein langer Weg".
- Deutscher Bundestag (1970), "Grundsätze einer Strukturpolitik für kleine und mittlere Unternehmen" Drucksache VI/1666, 29 de diciembre de 1970.
- EVCA (1993), "Venture Capital: Policy paper", European Venture Capital Association, Zaventem, Bélgica.
- Felaban (2004) "Comentarios sobre las implicaciones del Nuevo Acuerdo de Basilea para los Sistemas Financieros de América Latina", Federación Latinoamericana de Bancos http://www.felaban.com/documentos_interes.php.
- Figueroa, M.; Indri, A. M.; Marasca, R.; Stefanelli, D. (2003), "Basilea II: Hacia un nuevo esquema de medición de riesgos" Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias. Gerencia de Análisis del Sistema, BCRA. Diciembre, 2003.
- Francioni, R. y Gutschlag, Th., (1998), "Der Neue Markt" in Volk, G. (Hrsg.) "Der Gang an die Börse". Going Public, Stuttgart.
- Gainvest Asset Management (2004), "Fideicomisos financieros" Informe mensual diciembre 2004 www.gainvest.net.
- Geiser, J. (1983), "Wachstumshemmnisse mittelständischer Industriebetriebe" Göttingen.
- Gompers, P. (1994), "The rise and fall of Venture Capital" *Business and Economic History*, 23 (2) pp.1-26.
- Griffith-Jones, S.; Segoviano, M. A. y Spratt, S. (2004), "Basilea II: los países en desarrollo y la diversificación de la cartera". Revista de la CEPAL 83. Agosto, 2004.
- ____ (2002), "Basel II and developing countries: diversification and portfolio effects" Universidad de Sussex, Inglaterra.
- Günterberg, B. y Wolter, H. J. (2002), "Unternehmensgrößenstatistik 2001/2002" Kapitel 8 "Das finanzwirtschaftliche Situation von kleinen und mittleren Unternehmen" IfM Bonn.
- Günterberg, B. y Kayser, G. (2004), *SMEs in Germany. "Facts and figures 2004"* IfM-Materialien N° 161.
- Handelsblatt (2004), www.handelsblatt.com, 2 de enero de 2004
- Hauser, H. E. (2000), *SMEs in Germany. "Facts and Figures 2000"* IfM Bonn.
- Heinrich, G. (2003), "Retos de Basilea II" XXXIII Reunión Asamblea de ALIDE, México.
- HGB 267 Umschreibung der Größenklassen - Fassung vom 10. Diciembre de 2001.
- IfM Bonn (2001), (2002), (2003), (2004), *Institut für Mittelstandsforschung Bonn*.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure", *Journal of Financial Economics*, 3.
- Kayser, G. (2003), "Mittelstandsfinanzierung in der Bundesrepublik Deutschland zwischen Bankkredit und öffentlichen Finanzierungshilfen" IfM Bonn.
- ____ (2001), "Basel II Mittelstand vor neuen Herausforderungen" IfM Bonn.
- Kayser G. y Wallau F. (2003), "Mittelstandsfinanzierung in der Bundesrepublik Deutschland" Umfrage 2003, IfM Bonn.
- KfW Bankengruppe (2003), "Eigenkapital für den breiten Mittelstand" KfW Frankfurt a.M.
- Kokalj, L.; Paffenholz, G. y Moog, P. (2003), "Neue Tendenzen in der Mittelstandsfinanzierung" *SzurM* N° 99 NF IfM.
- Kratz, T. (1996), "Abgrenzung der klein und mittelständischen Unternehmen" in Mayer, H. "Problembereiche klein und mittelständischer Unternehmen" *Dresdner Beiträge zur Revision und Steuerlehre*, Band 3.
- Krystek, U. y Müller, M. (1993), "Investor Relations – Eine neue Disziplin nicht nur für das Finanzmanagement". *In Der Betrieb* (1993), H. 36.
- Leopold, G. y Frommann, H. (1999), "Eigenkapital für den Mittelstand", München.
- Link, R. (1993), "Investor Relations im Rahmen des Aktienmarketing von Publikumsgesellschaften" *BFuP*, fasc. 2.
- Llisterri, J. J. (2001), "Acceso de la pequeña y mediana empresa latinoamericana al financiamiento" Mimeo Seminario Financiamiento, Maestría en Desarrollo Económico Industrial. Universidad Nacional de General Sarmiento.
- Llórens, J. J. (1996), "Los sistemas de garantías de crédito para las pyme en Europa" en "Sistemas de Garantías de Crédito: Experiencias Internacionales y Lecciones para América Latina y el Caribe" J. J. Llisterri y J. Levitsky Editores, BID, Washington DC.
- Loos, N. (1996), "Beteiligung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften an mittelständischen Unternehmen", in Börsig, C. & others (ED.) "Neue Finanzierungsinstrumente für Unternehmen" Stuttgart.
- Martin, T. (2001), "The IPO of young, high growth SMEs on Neuer Markt" in *Small Business Economics* 16.

- Martin, T. y Ruda, W. (2001), “*Vernetzung von akademischer Unternehmergeausbildung und Gründerzentren – Kooperation zwischen dem Studiengang Mittelstandsökonomie und den Gründerzentren ErgoZ und Multimedia-Internet Park Zweibrücken*”.
- Mason, C. (2001), Apuntes de clases Maestría en economía y desarrollo industrial con especialización en pymes. UNGS.
- ____ (1998), “El Financiamiento y las Pequeñas y Medianas Empresas”. En Desarrollo y Gestión de pymes: Aportes para un debate necesario, Ed. H. Kantis. Universidad Nacional de General Sarmiento.
- Mittelstandsmonitor (2004), “*Chancen zum Aufschwung nutzen*” *Jährlicher Bericht zu Konjunktur und Strukturfragen. KfW Bankengruppe*.
- Nathusius, K. (2000), “*Die Eignung von Mezzanine Finanzierungen für Gründungsunternehmen*”. Förderkreis Gründungs-Forschung e.V. Entrepreneurship Research. Gründungsforschungs Forum 2000. Dokumentation des 4. G-Forums Wien, 5/6. Oktober 2000 Josef Eul Verlag.
- Paffenholz, G. (2002), “*Veränderungen im Finanzierungsumfeld des Mittelstandes*” IFM Kongress “Basel II – Herausforderungen für den Mittelstand” FH Bergisch Gladbach.
- ____ (2001), “*Geld für morgen – wie die Mittelstandsfinanzierung der Zukunft aussieht*” IfM Bonn.
- Plewka, H. y Aymans, K. (1996), “*Die Neuen Märkte*” in Europa, in: DB.
- Rodriguez Batlle, C. (2004a), “El nuevo acuerdo de capital (Basilea II) y sus desafíos para la banca de desarrollo” XXXIV Asamblea Anual de ALIDE. Buenos Aires.
- ____ (2004b), “El nuevo acuerdo de capital (Basilea II) y sus alcances en la regulación para la banca de desarrollo”. Programa ALIDE-BID/FOMIN. Publicación Técnica ALIDE, Perú.
- Rohlfing, M. y Funck, D. (2002), “*Kleine und mittlere Unternehmen (KMU). Kritische Diskussion quantitativer und qualitativer Definitionsansätze*” IMS Forschungsbericht N° 7, Göttingen.
- Ruda, W. (2004a), “*Financing of small and medium-sized Enterprises in Germany*” 9ª Reunión Anual de la Red pymes Mercosur. Universidad Nacional de General Sarmiento.
- ____ (2004b), “*Investor Relations-Management in stock quoted media and entertainment enterprises – Selected results of an empirical study from Germany*” 9ª Reunión Anual de la Red pymes Mercosur.
- ____ (2003), “*Innovative high growth start-ups in Germany: “Neuer Markt” as a possibility for Initial Public Offering (IPOs)*” Capítulo 5 en “*Small firms and economic development in developed and transition economies: a reader*” Editado por D. Kirby y A. Watson. Ashgate.
- ____ (2002a), “*Investor Relations als Form des Direktmarketing*” in “*Handbuch des Direktmarketing*”. Gündling, Ch. (Ed) Köln.
- ____ (2002b), “*Existenzgründung*”, ADG Montabaur.
- ____ (1997), “*Financing problems of medium-sized enterprises in Germany. An approach towards the improvement of equity capitalisation*” Business development in theory and practice. International Scientific Conference – Faculty of Economics, University of West Bohemia Cheb. Czech Republic.
- ____ (1996), “*Mittelstandökonomie als Studienschwerpunkt an der Fachhochschule in Zweibrücken*” in: FH-Journal, Mainz 1/1996.
- Ruda, W. y Arnold, W. (2002), “*Grundlagen der Mittelstandsökonomie*” ADG Montabaur.
- Ruda, W. y Martin, T. (2000), “*Der Börsengang innovativer Start-up-Unternehmen am Neuen Markt – Chancenneugegründeter Wachstumsunternehmen*” in IGA, Zeitschrift für Klein und Mittelunternehmen, fasc. 3, St.Gallen.
- Ruda, W., Martin, T. y Pfeffer, M. (2003), “*Analyse des Investor Relations-Managements in börsennotierten Medienunternehmen – Ergebnisse einer empirischen Studie aus Deutschland*” BMF International Conference on ME&B. Budapest.
- Schefczyk, M. (2000), “*Finanzieren mit Venture Capital*”, Stuttgart 2000.
- ____ (1999), “*Zur empirischen Erforschung der Erfolgsdeterminanten junger, Venture Capital-finanzierter Unternehmen*” in BfuP, fasc. 3.
- Segoviano, M. y Lowe, P. (2002), “*Internal ratings, the business cycle and capital requirements: some evidence from an emerging market economy*” BIS Working Papers N° 117.
- Stiglitz, J. E. y Weiss, A. (1981), “*Credit rationing in markets with imperfect information*” American Economic Review, vol. 71, N° 3.
- Tami, F. (2004), “Basilea II y la arquitectura financiera internacional: una visión desde la banca de desarrollo” Seminario “*Nuevas Regulaciones de los sistemas financieros e impacto en la banca de desarrollo*” Río de Janeiro, abril, 2004.
- Verband der Bürgschaftsbanken e.V. (2004), “*Verbandsbericht*” www.vdb-info.de.
- Wallau, F. (2001), “*KMU-Finanzierung im Wandel: Gesamtwirtschaftliche Konsequenzen?*” Kongresses “Basel II Herausforderung für den Mittelstand” E.A.LOCCUM.

- Walther, S. (2003), "*Die Bedeutung von Mezzanine in der modernen Finanzwirtschaft*" Seminararbeit im Fach Finanzierung – FH Merseburg.
- Weitnauer, W. (2000), "*Handbuch Venture Capital*" München.
- Winkelmann, P. (1982), "*Investitionsschübe in Mittelpunkt einer empirischen Untersuchung von Kontinuität und Diskontinuität in Industriellen Investitionsprozessen*" Frankfurt am Main.
- Wossidlo, P. R. (1990), "*Finanzierung*" in Pfohl, H. Ch. (Ed.) "*Betriebswirtschaftslehre der Mittel und Kleinbetriebe*", Berlin.
- Zider, B. (1998), "*How Venture Capital works*" *Harvard Business Review* noviembre - diciembre 1998, vol. 76 N° 6: 131-139.

Anexos

Anexo I: Glosario y abreviaturas

1. Glosario según BVK Statistik 2003

Definición de fondos

Clasificación según tipo de Fondos

- Fondos cerrados: fondos cerrados son aquellos que tienen una duración preestablecida en el tiempo y un volumen bien definido.
- Fondos abiertos (*evergreen*): Los fondos *evergreen* (cautivos) son fondos abiertos sin duración preestablecida y sin un volumen definido (lo que permite también aumentos de capital). El volumen de los nuevos fondos adquiridos es idéntico al volumen de inversión bruto.

Clasificación de Fondos según el tipo de inversión

- La clasificación se hace según la estructura de propiedad y el gerenciamiento de la sociedad.
- Independiente: Ninguno de los socios tiene participación superior al 20% del capital.
- Parcialmente-dependiente: uno de los socios tiene una participación de 20 a 50% del capital.
- Dependiente: uno de los socios tiene participación superior al 50% del capital.

Definición de las inversiones

- Inversión bruta: sumatoria de la primera y las siguientes inversiones.
- Primera inversión: empresas en las que el fondo invirtió por primera vez.
- Inversiones siguientes: empresas receptoras de inversión en las que ya existía una participación del fondo.
- Cantidad (número) de empresas: número de empresas en las cuales el fondo tiene participación directa y/o comanditaria.

Definición de las fases de financiación

Seed (semilla): financiación de la maduración y la transformación de una idea en resultados palpables hasta la fase del “prototipo”. En base a esta etapa se concreta el concepto de negocio de una empresa a fundar.

Financiación *start-up*: financiación de la fundación del negocio. La empresa en cuestión está en la etapa de creación y/o trabaja desde hace poco tiempo. Hasta este momento no ha concretado ventas y/o ha vendido muy poco de sus productos.

Financiación de expansión: financiación de crecimiento o expansión. La empresa en cuestión consiguió el punto de equilibrio (*break-even*) y/o está produciendo ya beneficios. El capital aportado se destina para la financiación de ampliación de la capacidad de producción, de la diversificación de productos, de la expansión del mercado y/o del capital de trabajo (*working capital*).

Bridge financing: financiación del traspaso de fronteras (“puente”). Los fondos/recursos de destinan para preparar a la empresa a su salida a cotización en bolsa con el objetivo fundamental de la mejora de la cuota del capital propio.

Financiación *turnaround*: financiación de una empresa, que quiere lograr un desarrollo ascendente a la vez que superar algunas dificultades (por ejemplo, problemas de venta).

Capital *replacement*: compra de las participaciones de capital en una empresa de otros inversionistas en capital propio y/o de otros socios.

MBO: Toma de control de una empresa por parte del equipo gerencial existente. El *management* logra adquirir más de 10 % del capital de la empresa.

MBI: Toma de control de una empresa por parte de un equipo gerencial externo. El *management* logra adquirir más de 10 % del capital de la empresa.

LBO: Toma de control de la mayoría de capital de una empresa a través de la incorporación de inversionistas de capital propio. El equipo gerencial tiene menos de 10 % de las participaciones de la empresa.

Definiciones de los canales de salida

Venta comercial: Transferencia/ venta de las participaciones en la empresa a un inversionista industrial (estratégico en el sector).

Desinversión vía IPO): venta de participaciones en la empresa a través de su salida a la bolsa.

Desinversión post-IPO: venta de participaciones en la empresa a través de una segunda emisión de acciones y/o de una nueva emisión post-IPO de acciones en la bolsa (por ejemplo, aumento de capital).

Desinversión por amortización: idéntico a con pérdida total, sin amortización de partes.

2. Abreviaturas

- AFJP: Administradora de Fondos de Jubilaciones y Pensiones.
- AIRB: Método avanzado basado en calificaciones internas para el Riesgo Crédito.
- AMA: Métodos de Medición Avanzada.
- BCRA: Banco Central de la República Argentina.
- BID: Banco Interamericano de Desarrollo.
- BIS: Banco de Pagos Internacionales (*Bank for International Settlements*).
- BVK: Federación Alemana de Sociedades de Participación de Capital (*Bundesverbands Deutsche Kapitalbeteiligungsgesellschaften*).
- DAAD: Agencia Alemana de Intercambio Académico (*Deutscher Akademischer Austauschdienst*).
- EAD: exposición al riesgo del crédito.
- EBITDA: Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones de capital (del término en inglés *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*).
- EE: Método estandarizado de evaluación.
- e.V.: Asociación registrada (*eingetragener Verein*).
- EVCA: *European Venture Capital Association*.
- FIRB: Método básico basado en calificaciones internas para el Riesgo Crédito.

- FOPYME: Fondo de Apoyo Financiero y Fomento a la micro, pequeña y mediana empresa.
- G10: Grupo de los 10.
- IfM Bonn: Instituto para la Investigación sobre las pyme (*Institut für Mittelstandforschung Bonn*).
- IPO: Oferta Pública Inicial (del término en inglés *Initial Public Offering*).
- IR: relaciones con inversores (*Investor Relations*).
- IRB: *Internal Rating Based*.
- KBG: Sociedades de Participación en Capital (*KapitalBeteiligungGesellschaft*).
- KfW: Instituto de Crédito par la Reconstrucción (*Kreditanstalt für Wiederaufbau*).
- KGG: Sociedades de Garantía (*Kreditgarantiegemeinschaften*).
- KMU: Abreviatura "pyme" en Alemán o el más tradicional término *Mittelstand*.
- KonTraG: Ley para el control y la transparencia empresarial (*Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*).
- LBO: *Leverage Buy-Out*.
- LGD: Pérdida en caso de incumplimiento.
- M: Vencimiento.
- M&A: Fusiones y Adquisiciones (*Mergers and Acquisition*).
- MBI: *Management Buy-In*.
- MBO: *Management Buy-Outs*.
- Mipyme: Micro, pequeña y mediana empresa.
- ON: Obligaciones Negociables.
- PD: Probabilidad de incumplimiento.
- PBI: Producto Bruto Interno.
- pyme: pequeña y mediana empresa.
- SBIC: *Small Business Investment Companies Administration*.
- Sepyme: Subsecretaría de la pequeña y mediana empresa.
- SGR: Sociedad de Garantía Recíproca.
- UFK: Programa de Garantías para créditos financieros independientes del Ministerio Federal para la Economía y el Trabajo (*Gewährleistungen für ungebundene Finanzkredite –UFK– Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit*).
- VA: Valor Agregado.
- VC: Fondo de Capital de Riesgo (*Venture Capital*).

Anexo II: Pilares de Basilea II

Cuadro 13
LOS TRES PILARES DE BASILEA II

Pilar I Requerimientos Mínimos de Capital		
Si bien se mantienen en el 8% (Basilea I), se calculan en base a los activos ponderados por su riesgo incluyendo nuevos criterios. Se evalúan tres tipos de riesgos.		
1. Riesgo de Crédito	Método estandarizado de evaluación (EE)	Similar al Basilea I con la incorporación de categorías de riesgo adicionales y de calificaciones de riesgo emitidas por agencias externas.
	Método Basado en Calificaciones Internas IRB (Marco de titulización)	1) Básico (FIRB): los bancos estiman la probabilidad de incumplimiento y el resto de indicadores son provistos por el Comité de Basilea. 2) Avanzado (AIRB): los bancos estiman todos los indicadores cuantitativos que requieren las ecuaciones establecidas por el Comité de Basilea.
El IRB se basa en cuatro insumos cuantitativos 1) PD. 2) LGD. 3) EAD. 4) M.		
2. Riesgo Operativo	1) Indicador básico 2) Estándar y 3) AMA	Se abre el análisis de este riesgo que antes estaba incluido en los otros riesgos.
3. Riesgo de Mercado	Se remite a Basilea I (actual cartera de negociación).	
Pilar II	Proceso de Supervisión Bancaria Se le otorga un rol fundamental y los principios básicos son: 1) Los bancos deberán contar con un proceso para evaluar la suficiencia de capital total en función de su perfil de riesgo y con una estrategia para asegurar el mantenimiento de esos niveles de capital. 2) Los supervisores deberán examinar las estrategias y evaluaciones internas de la suficiencia de capital de los bancos así como la capacidad de estos para vigilar y garantizar su cumplimiento. Deberán tener capacidad para intervenir cuando no se logre satisfacción con el resultado. 3) Los supervisores deberán esperar que los bancos operen por encima de los coeficientes mínimos de capital y deberán tener la capacidad de exigirles que mantengan capital por encima del mínimo. 4) Los supervisores deberán intervenir con prontitud para evitar que el capital descienda por debajo de los mínimos y deberán exigir la inmediata adopción de medidas correctivas.	
Pilar III	Disciplina de Mercado Tiene por objeto completar los requerimientos establecidos en los Pilares I y II, estableciéndose requerimientos de divulgación pública de información de manera de permitir al mercado evaluar el riesgo de cada entidad ya que la utilización de metodologías internas para la medición de los riesgos posibilitaría a los bancos gozar de mayor discrecionalidad.	

Fuente: www.bis.org.

Notas: AIRB: Método avanzado basado en calificaciones internas para el Riesgo Crédito. FIRB: Método básico basado en calificaciones internas para el Riesgo Crédito.



Serie

OFICINA
DE LA CEPAL
EN

BUENOS AIRES

C E P A L

estudios y perspectivas

Números publicados

1. Política de apoyo a las Pequeñas y Medianas Empresas: análisis del Programa de Reversión Empresarial para las Exportaciones, Juan Pablo Ventura, febrero de 2001. [www](#)
2. El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas. Factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de calidad local, Matías Kulfas, (LC/L.1530-P; LC/BUE/L.171), N° de venta: S.01.II.G.76 (US\$ 10.00), abril de 2001. [www](#)
3. Construcción regional y política de desarrollo productivo en el marco de la economía política de la globalidad, Leandro Sepúlveda Ramírez, (LC/L.1595-P; LC/BUE/L.172), N° de venta: S.01.II.G.136 (US\$ 10.00), septiembre de 2001. [www](#)
4. Estrategia económica regional. Los casos de Escocia y la Región de Yorkshire y Humber, Francisco Gatto (comp.), (LC/L.1626-P; LC/BUE/L.173), N° de venta: S.01.II.G.164 (US\$ 10.00), noviembre de 2001. [www](#)
5. Regional Interdependencies and Macroeconomic Crises. Notes on Mercosur, Daniel Heymann (LC/L.1627-P; LC/BUE/L.174), Sales No.: E.01.II.G.165 (US\$ 10.00), November 2001. [www](#)
6. Las relaciones comerciales Argentina-Estados Unidos en el marco de las negociaciones con el ALCA, Roberto Bouzas (Coord.), Paula Gosis, Hernán Soltz y Emiliano Pagnotta, (LC/L.1722-P; LC/BUE/L.175), N° de venta: S.02.II.G.33 (US\$ 10.00), abril de 2002. [www](#)
7. Monetary dilemmas: Argentina in Mercosur, Daniel Heymann, (LC/L.1726-P; LC/BUE/L.176), Sales No.: E.02.II.G.36 (US\$ 10.00), April 2002. [www](#)
8. Competitividad territorial e instituciones de apoyo a la producción en Mar del Plata, Carlo Ferraro y Pablo Costamagna, (LC/L.1763-P; LC/BUE/L.177), N° de venta: S.02.II.G.77 (US\$ 10.00), julio de 2002. [www](#)
9. Dinámica del empleo y rotación de empresas: La experiencia en el sector industrial de Argentina desde mediados de los noventa. V. Castillo, V. Cesa, A. Filippo, S. Rojo Brizuela, D. Schleser y G. Yoguel. (LC/L.1765-P, LC/BUE/L.178), N° de venta: S.02.II.G.79 (US\$ 10.00).
10. Inversión extranjera y empresas transnacionales en la economía argentina, Matías Kulfas, Fernando Porta y Adrián Ramos. (LC/L.1776-P, LC/BUE/L.179) N° de venta: S.02.II.G.80 (US\$ 10.00). [www](#)
11. Mar del Plata productiva: diagnóstico y elementos para una propuesta de desarrollo local. Carlo Ferraro y Anna G. de Rearte (comp.) (LC/L.1778-P, LC/BUE/L.180), N° de venta: S.02.II.G.93 (US\$ 10.00). [www](#)
12. Las finanzas públicas provinciales: situación actual y perspectivas. Oscar Cetrángolo, Juan Pablo Jiménez, Florencia Devoto, Daniel Vega (LC/L.1800-P, LC/BUE/L.181), N° de venta: S.02.II.G.110 (US\$ 10.00), diciembre de 2002. [www](#)
13. Small- and medium-sized enterprises' restructuring in a context of transition: a shared process. Inter-player effects on efficient boundary choice in the Argentine manufacturing sector. Michel Hermans (LC/L.1835-P, LC/BUE/L.182), Sales No.: E.02.II.G.138 (US\$ 10.00), February, 2003. [www](#)
14. Dinámica productiva provincial a fines de los noventa, Francisco Gatto y Oscar Cetrángolo, (LC/L.1848-P, LC/BUE/L.183), N° de venta: S.03.II.G.19 (US\$ 10.00), enero de 2003. [www](#)
15. Desarrollo turístico en El Calafate, Liliana Artesi, (LC/L.1872-P, LC/BUE/L.184), N° de venta: S.03.III.G.42 (US\$ 10.00), enero de 2003. [www](#)
16. Expectativas frustradas: el ciclo de la convertibilidad, Sebastián Galiani, Daniel Heymann y Mariano Tomassi, (LC/L.1942-P, LC/BUE/L.185), N° de venta: S.03.II.G.101 (US\$ 10.00), agosto de 2003. [www](#)
17. Orientación del financiamiento de organismos internacionales a provincias, Luis Lucioni, (LC/L.1984-P, LC/BUE/L.186), N° de venta: S.03.II.G.144 (US\$ 10.00), enero de 2004. [www](#)

18. Desarrollo turístico en Ushuaia, Liliana Artesi, (LC/L.1985-P, LC/BUE/L.187), N° de venta: S.03.II.G.145 (US\$ 10.00), enero de 2004. [www](#)
19. Perfil y características de la estructura industrial actual de la provincia de Mendoza. Volumen I, varios autores (LC/L.2099-P, LC/BUE/L.188), N° de venta: S.04.II.G.36 (US\$ 10.00), mayo de 2004. [www](#)
Perfil y características de la estructura industrial actual de la provincia de Mendoza. Volumen II. Anexo Estadístico, varios autores (LC/L.2099/Add.1-P, LC/BUE/L.188), N° de venta: S.04.II.G.37 (US\$ 10.00), mayo de 2004. [www](#)
20. La inserción externa de las provincias argentinas. Rasgos centrales y tendencias a comienzos de 200 (LC/L.2100-P, LC/BUE/L.189), N° de venta: S.04.II.G.38 (US\$ 10.00), mayo de 2004. [www](#)
21. Propuestas para la formulación de políticas para el desarrollo de tramas productivas regionales. El caso de la lechería caprina en Argentina, Graciela E. Gutman, María Eugenia Iturregui y Ariel Filadoro (LC/L.2118-P, LC/BUE/L.190), N° de venta: S.04.II.G.46 (US\$ 10.00), mayo de 2004. [www](#)
22. Una mirada a los Sistemas Nacionales de Innovación en el Mercosur: análisis y reflexiones a partir de los casos de Argentina y Uruguay, Guillermo Anlló y Fernando Peirano (LC/L.2231-P, LC/BUE/L.191), N° de venta: S.05.II.G.11 (US\$ 10.00), marzo de 2005. [www](#)
23. Instituciones de apoyo a la tecnología y estrategias regionales basadas en la innovación, varios autores (LC/L.2266-P, LC/BUE/L.192), N° de venta: S.05.II.G.17 (US\$ 10.00), abril de 2005. [www](#)
24. Una introducción a la política de competencia en la nueva economía. (LC/L.2284-P, LC/BUE/L.193), N° de venta: S.05.II.G.36 (US\$ 10.00), abril de 2005. [www](#)
25. La Política de Cohesión Económica y Social de la Unión Europea y la problemática tras su quinta ampliación: el caso español, Isabel Vega Mocoroa (LC/L.2285-P, LC/BUE/L.194), N° de venta: S.05.II.G.37 (US\$ 10.00), abril de 2005. [www](#)
26. Financiamiento para pequeñas y medianas empresas (pyme). El caso de Alemania. Enseñanzas para Argentina, Rubén Ascúa (LC/L.2300-P, LC/BUE/L.195), N° de venta: S.05.II.G.48 (US\$ 10.00), agosto del 2005. [www](#)

-
- El lector interesado en adquirir números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, correo electrónico: publications@eclac.cl.

[www](#) Disponible también en Internet: <http://www.cepal.org/> o <http://www.eclac.org>

Nombre:

Actividad:

Dirección:

Código postal, ciudad, país:

Tel.: Fax: E.mail: